

**BULLETIN**

**DE LA BANQUE  
DE FRANCE**

MAI 2007

**161**



# SOMMAIRE

<b>ÉDITORIAL</b>	■	Réserves de change, richesse des nations ?	
<b>ACTUALITÉ</b>	■	Sommaire	I
<b>ÉTUDES</b>	■	Sommaire	19
		<b>Les comptes financiers de la Nation en 2006 : nouvelle poussée de l'endettement du secteur privé, désendettement de l'État</b>	<b>21</b>
		<b>Denis MARIONNET</b>	
		<i>Les ménages continuent de s'endetter tout en accumulant des actifs financiers. Les sociétés non financières intensifient leur recours aux crédits bancaires et aux émissions de titres. À l'inverse, le besoin de financement des administrations publiques se réduit.</i>	
		<b>L'accumulation de réserves de change est-elle un indicateur d'enrichissement d'une nation ?</b>	<b>29</b>
		<b>Édouard VIDON</b>	
		<i>Les réserves de change accumulées par certaines économies d'Asie émergente dépassent les montants justifiés par des motifs d'assurance. Reflet de stratégies de change mercantilistes, elles peuvent être le symptôme d'une croissance déséquilibrée.</i>	
		<b>Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2005</b>	<b>37</b>
		<b>Bruno TERRIEN, Joëlle TINGUELY</b>	
		<i>La position nette de la France pour les investissements directs en valeur comptable a fortement progressé en 2005 (44 %). Cette hausse reflète une augmentation deux fois plus rapide des avoirs que des engagements en investissements directs de la France.</i>	
		<b>Les modèles DSGE — leur intérêt pour les banques centrales</b>	<b>41</b>
		<b>Sanvi AVOUYI-DOVI, Julien MATHERON, Patrick FÈVE</b>	
		<i>Depuis une cinquantaine d'années, les modèles macro-économétriques ont franchi plusieurs étapes. Les modèles DSGE représentent aujourd'hui l'étape la plus aboutie de ce processus et sont en voie de devenir l'un des principaux outils d'aide à la décision en économie.</i>	
		<b>La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2006</b>	<b>55</b>
		<b>Direction de la Balance des paiements</b>	
		<i>À fin 2006, les non-résidents détenaient 46,2 % de la capitalisation boursière des sociétés françaises du CAC 40, ce taux ayant marqué une progression de 1,3 point par rapport à fin 2005 avec des flux d'investissements de portefeuille de près de 30 milliards d'euros.</i>	
<b>STATISTIQUES</b>	■	Sommaire	SI
<b>DIVERS</b>	■	Abréviations	I
		Documents publiés	III
		Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i> n° 101 de mai 2007	XI
		Coupon-abonnement	XIII

Achévé de rédiger le 13 juin 2007

Site internet : [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)



## « Réserves de change, richesse des nations ? »

L'accumulation de réserves de change par l'Asie émergente et les exportateurs d'hydrocarbures est parfois considérée comme un signe d'enrichissement. Mais la détention par la Chine de 1 200 milliards de dollars de réserves à la fin mars 2007 est-elle réellement un gage de richesse ? Cette question est examinée dans un article publié dans ce numéro du *Bulletin de la Banque de France*.

De fait, les réserves internationales constituent une forme de « richesse de précaution », qui permet en principe de dissuader les crises de change. En outre, pour des économies dont le taux de change est peu flexible, l'accumulation de réserves de change est souvent la conséquence d'un excédent d'épargne par rapport à l'investissement domestique. Or une importante épargne nationale au bénéfice des générations futures peut être justifiée dans des pays confrontés à la perspective d'un épuisement à terme des ressources de leur sous-sol, ou à des tendances démographiques défavorables.

Toutefois, la détention de réserves internationales, dont l'augmentation se poursuit à un rythme rapide, dépasse largement dans certains pays ce qui peut être justifié par des motifs d'assurance. Elle devient alors problématique pour la conduite de la politique monétaire : la stérilisation des entrées de capitaux en devises peut être coûteuse pour les autorités monétaires ; et si elle n'est pas mise en œuvre de façon satisfaisante, le risque est celui d'une perte du contrôle de l'évolution des agrégats monétaires et des prix.

Considérer l'accumulation indéfinie de réserves comme un indicateur de richesse évoque en réalité une logique mercantiliste, dans laquelle l'obtention d'un excédent des échanges commerciaux est une fin désirable en soi.

Pour une économie ouverte aux échanges commerciaux et financiers internationaux, il existe un critère radicalement différent de l'approche mercantiliste pour définir la notion d'enrichissement économique : l'approche par les termes de l'échange. Celle-ci met en évidence le fait que l'appréciation du taux de change peut être un signe, voire un facteur d'enrichissement. Dans une stratégie de spécialisation favorable, l'équilibre extérieur est possible en situation d'amélioration des termes de l'échange, c'est-à-dire avec une hausse plus rapide des prix à l'exportation que des prix à l'importation. Il s'agit bien d'une forme d'enrichissement relatif, puisqu'elle permet de consommer à moindre coût les biens produits dans le reste du monde.

Dans le cas d'économies émergentes qui connaissent une phase de « rattrapage », cette amélioration des termes de l'échange est d'ailleurs un phénomène normal. Pour que cette amélioration ne se fasse pas uniquement par une inflation nationale plus élevée, une certaine liberté de flottement du taux de change est parfois nécessaire, qui permet une appréciation nominale progressive.

Au-delà de la question du taux de change, la notion d'enrichissement renvoie en réalité toujours à la dynamique de la croissance. De ce point de vue, c'est bien la progression du PIB par habitant qui est le principal indicateur de la réussite. Mais l'enrichissement n'est réellement perceptible par les ménages que dans la mesure où leur consommation en bénéficie.

La richesse d'une nation ne se mesure pas tant par le montant de ses réserves de change que par sa capacité à acheter des biens étrangers grâce à l'amélioration de ses termes de l'échange, à la faveur d'une stratégie de croissance équilibrée et soutenable. À l'inverse, une croissance déséquilibrée contribue à alimenter des déséquilibres mondiaux dont le dénouement désordonné serait coûteux pour tous.



<b>Faits saillants</b>	2
<b>1  La situation économique de la France</b>	3
1 1 La croissance et les prix	3
1 2 La balance des paiements	7
<b>2  La monnaie, les placements et les financements</b>	9
2 1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro	9
2 2 L'endettement intérieur total — France	12
2 3 L'endettement sur les marchés	12
2 4 Les crédits des institutions financières monétaires	12
2 5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux	13
2 6 Les flux de souscriptions par catégories d'OPCVM	13
<b>3  Les marchés de capitaux</b>	15
3 1 Les marchés de change et de matières premières	15
3 2 Les marchés de taux d'intérêt	16
3 3 Les marchés boursiers	18

## ENCADRÉS

1 Évolution récente de l'environnement international et zone euro	4
2 Compétitivité de l'économie française	5
3 L'offre et la demande de crédits à l'habitat (Enquête auprès des banques sur la distribution du crédit – premier trimestre 2007)	10
4 Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en avril 2007	14
5 Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris (sélection d'indicateurs)	18

Document rédigé sur la base des données disponibles le 28 mai 2007

## Faits saillants

### La situation économique de la France

- D'après les premiers résultats de l'INSEE, la croissance du produit intérieur brut aux prix de l'année précédente chaînés pour le premier trimestre 2007 est de 0,5 %, stable par rapport au trimestre précédent.
- Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA), le produit intérieur brut progresserait de 0,6 % au deuxième trimestre de 2007. L'acquis de croissance pour 2007 serait de 1,6 %.
- En avril, le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a très faiblement augmenté à + 1,3 %.
- D'après l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France, l'indicateur du climat des affaires a atteint 108 en avril contre 112 en mars.

### La monnaie, les placements et les financements

- Dans la zone euro, le taux de croissance annuel de l'agrégat M3 a sensiblement augmenté en mars (10,9 %, après 10,0 %). La croissance annuelle de M1 s'est quelque peu accentuée (7,0 %, après 6,6 %) et les autres dépôts à court terme (M2 – M1) ainsi que les instruments négociables (M3 – M2) ont enregistré une nette accélération (respectivement 12,6 %, après 11,6 % et 19,8 %, après 18,0 %). Au sein des contreparties de M3, le taux de croissance des concours au secteur privé est resté inchangé (10,8 %) tandis que celui des crédits au secteur privé augmentait légèrement (10,5 %, après 10,3 %). En revanche, la contribution de la contrepartie « extérieur » à la croissance de l'agrégat s'est encore renforcée (4,7 points de croissance, après 3,5 points).
- En France, le taux de croissance annuel des crédits au secteur privé a légèrement augmenté (10,4 %, après 10,2 %) du fait de l'accélération des crédits à la clientèle financière (16,1 %, après 13,4 %), le rythme de progression des crédits au secteur non financier restant stable (9,9 %). La croissance des crédits à l'habitat a continué de se modérer progressivement (14,4 %, après 14,6 %).

### Les marchés de capitaux

En avril, l'évolution des marchés financiers a été marquée par une divergence des perspectives de croissance économique de part et d'autre de l'Atlantique ; ont ainsi été observés :

- un renforcement des anticipations de resserrement de la politique monétaire en zone euro, et de stabilité des taux monétaires aux États-Unis et au Japon ;
- une évolution contrastée des rendements obligataires ;
- un renforcement de l'euro contre les principales devises, en particulier contre yen ;
- une progression des principaux marchés boursiers.



## I | La situation économique de la France

### I | I La croissance et les prix

#### La conjoncture est bien orientée au premier trimestre de 2007

D'après les premiers résultats de l'INSEE, la croissance du produit intérieur brut aux prix de l'année précédente chaînés pour le premier trimestre de 2007 est de 0,5 %, stable par rapport au trimestre précédent. Les dépenses de consommation des ménages (+ 0,3 % au premier trimestre, contre + 0,2 % précédemment) et la formation brute de capital fixe (+ 1,2 %, contre + 1,3 % précédemment) n'évoluent que très légèrement. Seules les exportations accélèrent sensiblement (+ 1,5 %, après + 0,6 %).

Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA), le produit intérieur brut progresserait de 0,6 % au deuxième trimestre de 2007. Dans ces conditions, l'acquis de croissance pour 2007 à la fin du deuxième trimestre serait de + 1,6 %.

L'indice de la production industrielle (IPI) hors énergie et industries agricoles et alimentaires (IAA) baisse très légèrement de 0,1 % au mois de mars 2007. Cette quasi-stagnation intervient toutefois après une hausse de 1,5 % de l'IPI entre janvier et février 2007. Sur l'ensemble du premier trimestre de 2007, la production industrielle hors énergie et IAA a crû de 1,0 % par rapport au dernier trimestre 2006. Sur un an, cette production est en hausse de 1,9 %, malgré le recul marqué de l'industrie automobile (- 1,0 %).

D'après l'*Enquête mensuelle de conjoncture* de la Banque de France, l'indicateur du climat des affaires recule à 108 en avril, après 112 en mars.

Les dépenses de consommation des ménages en produits manufacturés baissent en avril de 0,3 % par rapport à mars.

Les immatriculations de véhicules neufs continuent de chuter en avril (- 2,3 %, après - 0,4 % en mars et - 1,6 % en février). La croissance du premier trimestre 2007 par rapport au dernier trimestre 2006 a été revue à la baisse de 0,3 point, à + 1,5 % l'an.

Au mois d'avril, l'indicateur résumé de l'opinion des ménages poursuit sa hausse entamée au début de l'année (- 20, contre - 22 en mars).

Le taux de chômage au sens du BIT baisse à nouveau en mars de 0,1 point, à 8,3 % de la population active.

Les effectifs salariés augmentent de 0,6 % au cours du premier trimestre de 2007 dans les secteurs principalement marchands.

Le nombre de mises en chantier de logements neufs au cours du premier trimestre 2007 est en net recul de 7,9 % par rapport au premier trimestre 2006.

Malgré un nouveau déficit en mars 2007, le solde du commerce extérieur de la France se redresse légèrement (- 1,6 milliard d'euros en données cvs-cjo FAB/FAB, après - 2,4 milliards en février 2007).

#### Modération des prix

En avril, l'indice du prix des matières premières importées par la France, exprimé en euros, a progressé de 3,0 % sur un mois. Le glissement annuel reste largement négatif, à - 18,2 %.

En mars, les prix à la production dans l'industrie pour le marché français ont progressé de 0,3 %, après + 0,4 % en février. Sur un an, la hausse atteint 2,1 % (+ 2,8 % hors énergie et IAA).

En avril, le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a très faiblement augmenté par rapport au mois précédent, à + 1,3 %, contre + 1,2 % en mars.

## ENCADRÉ I

## ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET ZONE EURO

## États-Unis

- Réunion du FOMC du 9 mai 2007 : le **taux des fonds fédéraux** est maintenu inchangé à 5,25 %.
- Ralentissement de la croissance du **PIB** au premier trimestre 2007 en première estimation : + 1,3 % en variation trimestrielle annualisée, après + 2,5 % au quatrième trimestre. En glissement annuel : + 2,1 %, après + 3,1 % au quatrième trimestre
- Décélération de la **productivité horaire** au premier trimestre 2007 : + 1,7 % en variation trimestrielle annualisée, après + 2,1 au quatrième trimestre 2006
- Rebond inattendu, en avril, de l'**indice ISM manufacturier** (54,7, après 50,9 en mars), hausse de l'indice ISM non manufacturier (56,0, après 52,4 en mars)
- Baisse sur un an, en avril, des **misés en chantier** (– 16,0 %, après – 24,1 % en février) et des **permis de construire** (– 28,1 %, après – 25,2 % en mars)
- Ralentissement sur un an des **prix à la consommation** en avril : + 2,6 %, après + 2,8 % en mars. Nouveau ralentissement sur un an de l'**indice des prix hors alimentation et énergie** : + 2,3 %, après + 2,5 % en mars
- Baisse des **ventes au détail** en valeur en avril : – 0,2 % sur mois, après + 1,0 % en mars. En glissement annuel : + 3,2 %, après + 4,4 % en mars
- Hausse du **taux de chômage** en avril : 4,5 %, après 4,4 % en mars
- Hausse du déficit de la **balance des biens et services** en mars : – 63,9 milliards de dollars, après – 57,9 milliards en février. En glissement annuel : + 2,6 %, après – 8,0 % en février

## Japon

- L'**indicateur du climat des affaires** de l'enquête TANKAN (pour toutes les entreprises, solde net d'opinions favorables) s'est détérioré au premier trimestre 2007 : + 8, après + 10 au quatrième trimestre 2006.
- Baisse de l'**indice PMI du secteur manufacturier** en avril : 52,3, contre 52,5 en mars
- Hausse sur un an des dépenses de **consommation des ménages** en volume en avril : + 1,1 %, après + 0,1 % en mars
- Taux de chômage en avril : 3,8 %, contre 4,0 % en mars
- Accélération des **prix à la consommation** sur un an en avril : 0,0 % après – 0,1 % en mars. Hors produits alimentaires frais et énergie, les prix à la consommation baissent de 0,2 % sur un an en avril, contre une baisse de 0,4 % en mars.
- **Excédent commercial** en avril 2007 (données brutes des douanes) : 926,7 milliards de yens (soit 6,4 milliards d'euros), après 610,6 milliards de yens en avril 2006 (soit 4,2 milliards d'euros)

## Royaume-Uni

- Réunion du comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre : hausse du **taux officiel** de 25 points de base, à 5,5 %
- Ralentissement de l'**inflation** mesurée par le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé : + 2,8 % en avril, après + 3,1 % en mars

## Zone euro

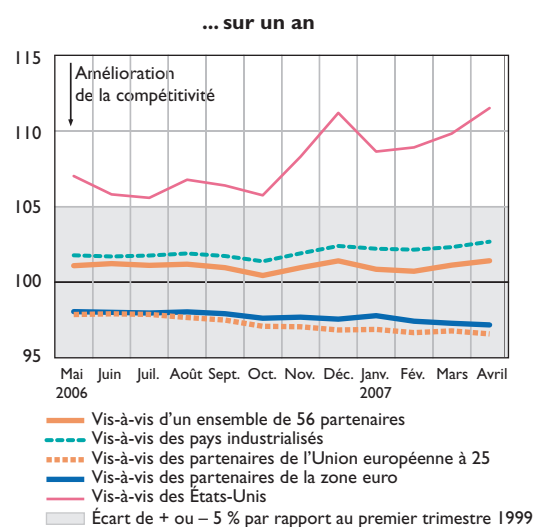
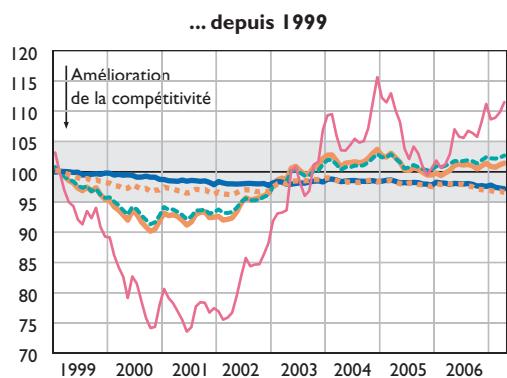
- D'après l'estimation rapide d'Eurostat, la croissance du **produit intérieur brut** de la zone euro est de 0,6 % pour le premier trimestre de 2007. En glissement annuel, le PIB de la zone euro a crû de 3,1 %.
- Deuxième hausse successive de la **production industrielle** au mois de mars 2007 : + 0,4 %, après + 0,5 % en février ; le glissement annuel se situe à 3,7 %.
- En mars 2007, le volume des **ventes au détail** progresse de 0,5 % par rapport au mois de février ; le glissement annuel s'établit à 2,6 %.
- Le **taux de chômage** du mois de mars baisse de 0,1 point par rapport à février, à 7,2 %. Un an auparavant, le taux de chômage se situait à 8,2 %.
- Les **prix à la production industrielle** du mois de mars augmentent de 0,3 % par rapport à février, portant le glissement annuel à 2,7 %.
- L'**indice PMI manufacturier** du mois d'avril reste inchangé à 55,4 ; l'indice PMI dans les services recule légèrement de 57,4 au mois de mars à 57 au mois d'avril.
- L'**indice des prix à la consommation harmonisé** (IPCH) augmente en avril 2007 de 0,6 % en variation mensuelle et de 1,9 % en glissement annuel.
- En mars, l'excédent du **commerce extérieur** a atteint 7,4 milliards d'euros (données brutes), après un déficit de 1,3 milliard en février 2007 et un excédent de 0,6 milliard en mars 2006.

## ENCADRÉ 2

## COMPÉTITIVITÉ DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

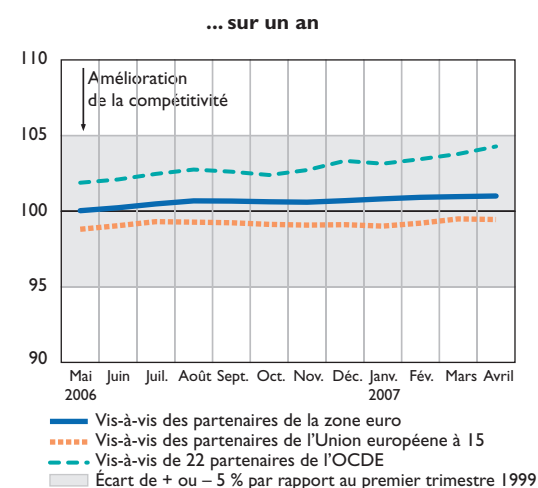
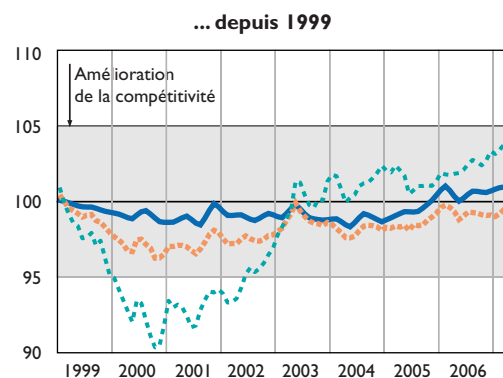
## Mesurée par les prix à la consommation

(indices ; base 100 = premier trimestre 1999)



## Mesurée par les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie

(indices ; base 100 = premier trimestre 1999)



Note : La composition des groupes de pays cités est décrite dans la notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin.

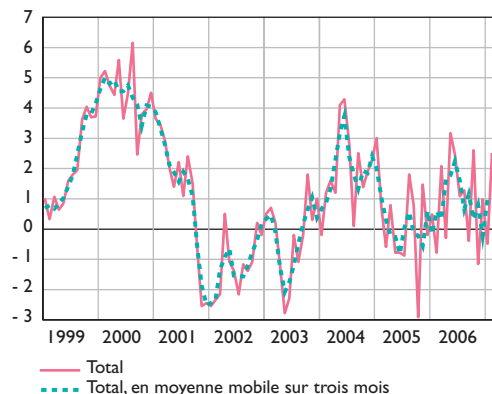
Sources : Banque de France, BCE, BRI, FMI, INSEE, OCDE, Thomson Financial Datastream

Calculs : Banque de France

## Croissance et prix : indicateurs conjoncturels

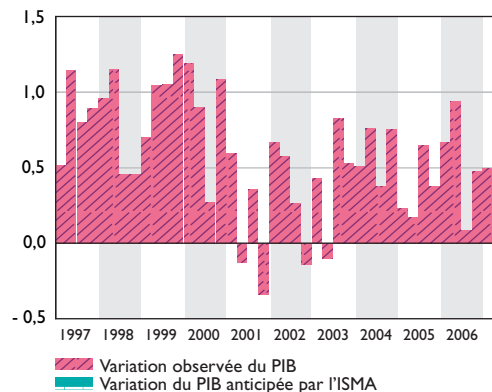
## Production industrielle hors BTP

(glissement annuel, en %)



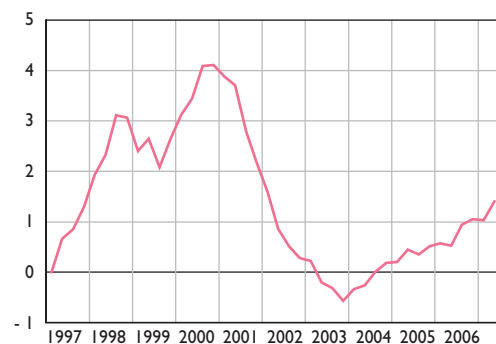
## ISMA et PIB

(variation trimestrielle cjo-cvs, en %)



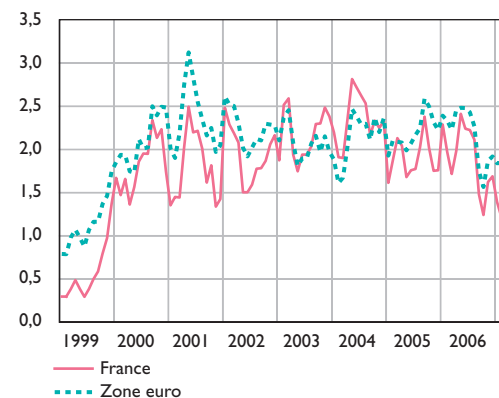
## Effectifs salariés dans le secteur essentiellement marchand

(glissement annuel, en %)



## Indice harmonisé des prix à la consommation

(glissement annuel, en %)



Sources : Insee, Banque de France

## Le PIB et ses composantes

(aux prix de l'année précédente chaînés, données cvs-cjo)

(variations trimestrielles en %)

	2005				2006				2007	2005	2006	Acquis 2007
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	Moyenne annuelle		
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>1,1</b>
Importations	0,7	0,6	2,5	3,0	1,3	2,9	- 0,8	0,6	0,6	5,4	7,0	1,4
Dépenses de consommation des ménages	0,5	0,0	0,7	0,7	0,7	0,5	0,5	0,2	0,3	2,3	2,3	0,9
Dépenses de consommation des APU	0,2	0,2	0,5	0,0	0,5	0,6	0,3	0,5	0,3	0,9	1,6	1,0
FBCF totale	0,8	0,7	1,8	0,6	0,5	1,7	0,6	1,3	1,2	4,1	4,1	2,9
dont Entreprises non financières	0,1	- 0,2	2,5	0,5	0,3	2,4	0,9	1,8	1,4	2,7	4,6	3,9
Ménages	1,2	2,4	0,7	1,3	1,4	1,0	0,9	- 0,4	0,2	6,2	4,5	0,6
Exportations	- 0,5	0,3	3,0	1,0	3,2	1,0	- 1,3	0,6	1,5	3,2	6,0	1,6
<b>Contributions à la croissance</b>												
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,2	0,8	0,5	0,6	0,7	0,5	0,5	0,5	2,2	2,4	1,3
Variation des stocks	0,0	0,0	- 0,3	0,4	- 0,5	0,7	- 0,3	0,0	- 0,3	0,0	0,1	- 0,2
Solde extérieur	- 0,3	- 0,1	0,1	- 0,5	0,5	- 0,5	- 0,1	0,0	0,2	- 0,6	- 0,3	0,0

Source : INSEE - Comptes trimestriels du 15 mai 2007 (premiers résultats du premier trimestre 2007)

## I | 2 La balance des paiements

### Les résultats en mars 2007

En mars 2007, le *déficit courant* s'établit à - 2,1 milliards d'euros en données cvs-cjo, après - 3,3 milliards en février et - 2,6 milliards en janvier. Le solde des biens atteint - 2,0 milliards, après - 3,3 milliards le mois précédent. Le solde des services hors voyages, en dégradation de 0,4 milliard, s'inscrit à - 0,9 milliard. Le solde des revenus, égal à 1,8 milliard, s'améliore de 0,3 milliard.

Le *compte financier* fait apparaître des sorties nettes de 1,1 milliard d'euros, après des sorties de 4,8 milliards en février. Les investissements directs français à l'étranger demeurent très dynamiques et atteignent 12,9 milliards en mars, après 11,3 milliards en février, essentiellement sous la forme d'opérations de prêts et de flux de trésorerie d'entreprises résidentes en faveur de leurs filiales non résidentes. Les investissements directs étrangers en France affichent une forte croissance, à 8,3 milliards (après 4,5 milliards en février) et sont constitués majoritairement de prêts entre entreprises affiliées.

Les *investissements de portefeuille* donnent lieu à des entrées nettes de 15,6 milliards d'euros (contre des sorties nettes de 15,3 milliards en février). Les résidents sont acheteurs nets de titres étrangers à hauteur de 5,2 milliards, montant très inférieur au niveau élevé de février (34,5 milliards). En effet, si les achats d'obligations s'accroissent (19,8 milliards, après 16,2 milliards), de fortes cessions sont enregistrées pour un montant équivalent sur le compartiment actions et titres d'OPCVM (19,9 milliards, contre des acquisitions de 12,5 milliards le mois précédent). Pour leur part, les non-résidents continuent à acheter des titres français pour des montants élevés (20,8 milliards, après 19,2 milliards en février), pour l'essentiel sous forme d'obligations (15,1 milliards) et, dans une moindre mesure, d'instruments du marché monétaire (3,1 milliards) et de titres d'OPCVM (2,6 milliards), le solde net sur le compartiment actions étant nul ce mois-ci.

Les « autres investissements » dégagent des sorties nettes de 11,8 milliards d'euros en mars, après des entrées nettes de 17,8 milliards en février. Cette évolution est essentiellement imputable aux institutions financières monétaires, dont les avoirs progressent de 9,6 milliards ce mois-ci, après deux mois de forte augmentation de leurs engagements.

### La balance des paiements simplifiée

(en milliards d'euros)

	Cumuls 12 mois (données brutes)			Cumuls 3 mois glissants (cvs-cjo) (a)		Montants mensuels (cvs-cjo) (a)		
	Déc. 2005 (b)	Déc. 2006 (b)	Mars 2007 (c)	Mars 2006 (b)	Mars 2007 (c)	Janvier 2007 (c)	Février 2007 (c)	Mars 2007 (c)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>- 19,2</b>	<b>- 22,1</b>	<b>- 22,3</b>	<b>- 5,2</b>	<b>- 8,0</b>	<b>- 2,6</b>	<b>- 3,3</b>	<b>- 2,1</b>
Biens	- 25,9	- 24,7	- 25,5	- 6,0	- 7,7	- 2,4	- 3,3	- 2,0
Services hors voyages	- 0,9	- 4,3	- 5,2	- 1,0	- 2,0	- 0,7	- 0,5	- 0,9
Voyages	8,9	8,5	8,6	1,9	2,0	0,6	0,7	0,7
Revenus	20,8	20,0	20,6	5,4	4,9	1,7	1,5	1,8
Transferts courants	- 22,2	- 21,6	- 20,7	- 5,4	- 5,2	- 1,7	- 1,7	- 1,7
<b>Compte de capital</b>	<b>0,5</b>	<b>- 0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>- 0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Compte financier</b>	<b>- 15,2</b>	<b>83,4</b>	<b>42,5</b>	<b>56,4</b>	<b>15,5</b>	<b>21,3</b>	<b>- 4,8</b>	<b>- 1,1</b>
Investissements directs	- 41,9	- 28,7	- 55,8	12,6	- 14,5	- 3,1	- 6,8	- 4,6
- Français à l'étranger	- 93,0	- 86,7	- 115,4	- 3,7	- 32,4	- 8,2	- 11,3	- 12,9
- Étrangers en France	51,1	58,0	59,5	16,4	17,9	5,1	4,5	8,3
Investissements de portefeuille	- 9,2	- 32,9	12,1	- 31,1	14,0	13,6	- 15,3	15,6
- Avoirs	- 191,3	- 181,0	- 158,4	- 67,2	- 44,7	- 5,0	- 34,5	- 5,2
- Engagements	182,1	148,0	170,5	36,2	58,7	18,7	19,2	20,8
Produits financiers dérivés	8,2	3,2	0,0	0,9	- 2,3	- 2,4	0,4	- 0,4
Autres investissements	20,7	150,6	94,9	74,4	18,7	12,8	17,8	- 11,8
dont IFM	- 2,3	130,4	94,8	69,4	33,9	19,7	23,7	- 9,6
Avoirs de réserve	7,1	- 8,8	- 8,7	- 0,4	- 0,4	0,5	- 1,0	0,1
<b>Erreurs et omissions (d)</b>	<b>33,9</b>	<b>- 60,8</b>	<b>- 20,2</b>	<b>- 52,8</b>	<b>- 12,2</b>	<b>- 20,3</b>	<b>6,7</b>	<b>1,4</b>

(a) Données cvs-cjo pour le compte de transactions courantes et données brutes pour le compte financier et le compte de capital

(b) Chiffres semi-définitifs

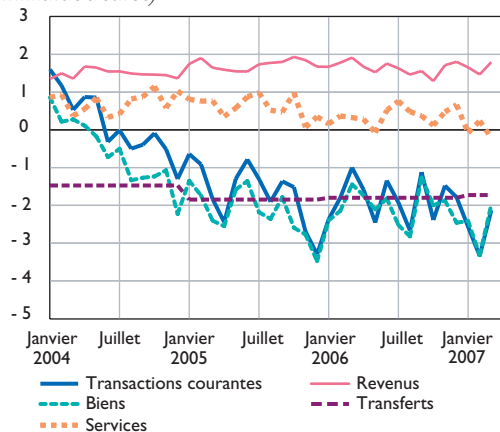
(c) Chiffres provisoires

(d) Égales, mais de signe opposé, à la somme des soldes du compte financier, du compte de capital et du compte de transactions courantes (en données brutes)

### Transactions courantes

Solde – 1 (a)

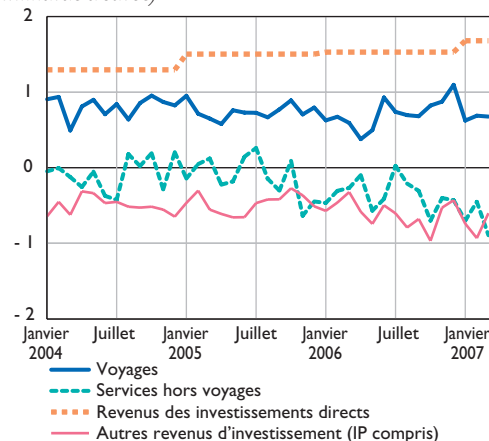
(en milliards d'euros)



### Transactions courantes

Solde – 2 (a)

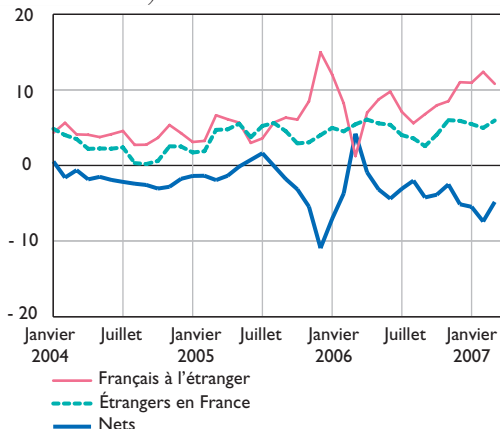
(en milliards d'euros)



### Investissements directs (b)

(moyenne mobile sur 3 mois)

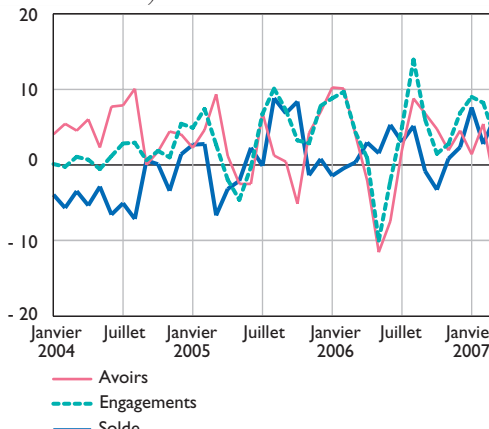
(en milliards d'euros)



### Investissements de portefeuille – Actions (b)

(moyenne mobile sur 3 mois)

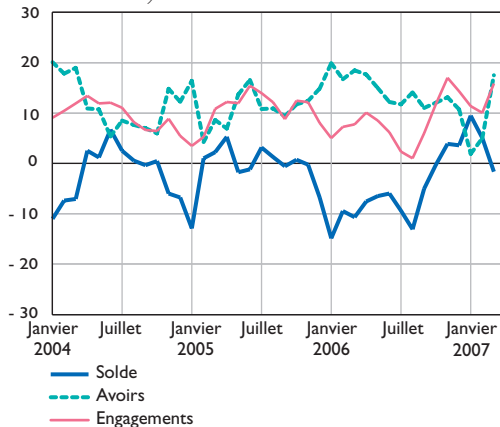
(en milliards d'euros)



### Investissements de portefeuille – Titres de dette (b)

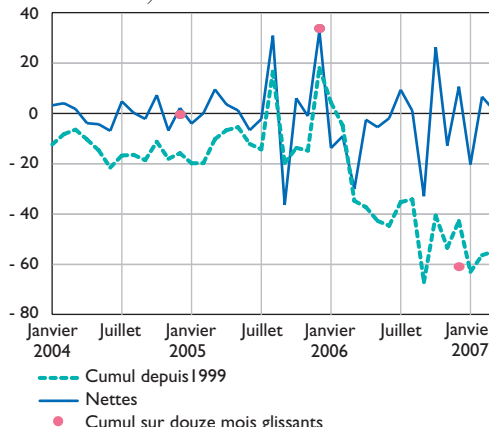
(moyenne mobile sur 3 mois)

(en milliards d'euros)



### Erreurs et omissions

(en milliards d'euros)



(a) Les séries figurant dans ces graphiques sont en données cvs-cjo, à l'exception des transferts courants et des revenus d'investissements directs (ID) qui sont lissés.

(b) Signe de balance inversé pour les avoirs : un signe positif sur le graphique correspond à un investissement net des résidents.

## 2| La monnaie, les placements et les financements

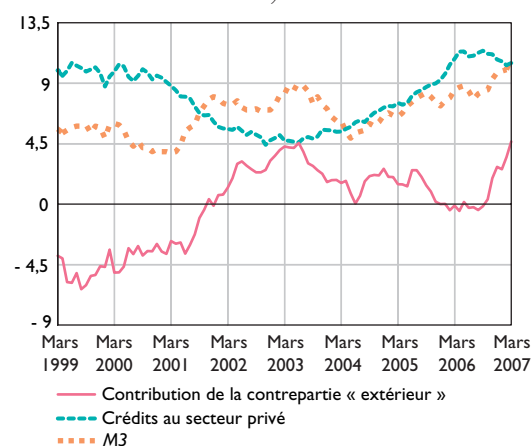
### 2| I Les grandes tendances en France et dans la zone euro

Dans la zone euro, le taux de croissance annuel cvs de l'agrégat M3 a sensiblement augmenté en mars (10,9 %, après 10,0 %). Sa moyenne mobile sur trois mois s'est élevée à 10,3 % pour la période allant de janvier à mars, après 9,9 % pour la période allant de décembre à février. Cette augmentation est due à l'accélération simultanée des différentes composantes de l'agrégat, la progression des dépôts à court terme inclus dans M2 – M1 (12,6 %, après 11,6 %) et surtout des instruments négociables (19,8 %, après 18,0 %) restant bien plus marquée que celle de M1 (7,0 %, après 6,6 %).

Au sein des contreparties de M3, la croissance des concours au secteur privé s'est maintenue

#### Agrégat monétaire, crédits au secteur privé et contrepartie « extérieur » – zone euro (données cvs)

(taux de croissance annuel en %)



Source : BCE

à 10,8 % bien que celle des crédits se soit légèrement accentuée (10,5 %, après 10,3 %). En revanche,

#### Tendances monétaires et financières – zone euro et France

(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel et part en %)

	Encours à fin mars 2007	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la zone euro Mars 2007
		Février 2007	Mars 2007	
Zone euro (b)				
Agrégats monétaires (en données cvs)				
Billets et pièces en circulation	592,0	10,2	10,5	
+ Dépôts à vue	3 153,9	6,0	6,3	
= M1	3 745,8	6,6	7,0	
+ Autres dépôts monétaires	3 062,9	11,6	12,6	
= M2	6 808,7	8,8	9,4	
+ Instruments négociables	1 188,0	18,0	19,8	
= M3	7 997,0	10,0	10,9	
Crédits au secteur privé (en données cvs)	9 443,0	10,3	10,5	
Concours au secteur privé (en données cvs)	10 969,5	10,8	10,8	
France				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	453,7	2,4	5,2	14,4
Comptes sur livret	424,8	6,1	6,0	27,5
Dépôts à terme ≤ 2 ans	79,0	29,3	41,2	5,2
Titres d'OPCVM monétaires	358,5	7,5	10,0	55,9
Titres de créance < 2 ans	89,1	25,8	16,1	40,3
Crédits au secteur privé (c)	1 592,9	10,2	10,4	16,9

(a) Évolutions corrigées de l'incidence des reclassements et des effets de valorisation

(b) Opérations des IFM de la zone euro avec les autres résidents de la zone euro

(c) Opérations des IFM françaises avec les autres résidents français y compris les crédits des FCC

Sources : BCE et Banque de France



la contribution de la contrepartie « extérieur » à la croissance de l'agrégat s'est à nouveau renforcée (4,7 points de croissance, après 3,5 points).

En France, le taux de croissance annuel des dépôts à vue des résidents a augmenté de façon prononcée (5,2 %, après 2,4 %). La progression annuelle des

comptes sur livret s'est quelque peu modérée (6,0 %, après 6,1 %) alors que celle, déjà très marquée, des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans s'est très nettement renforcée (41,2 %, après 29,3 %), de même que dans de moindres proportions, celle des titres d'OPCVM monétaires (10,0 %, après 7,5 %).

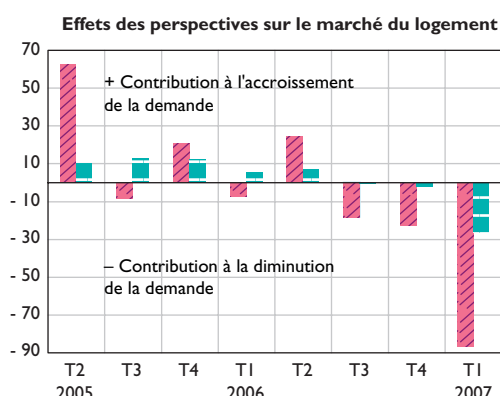
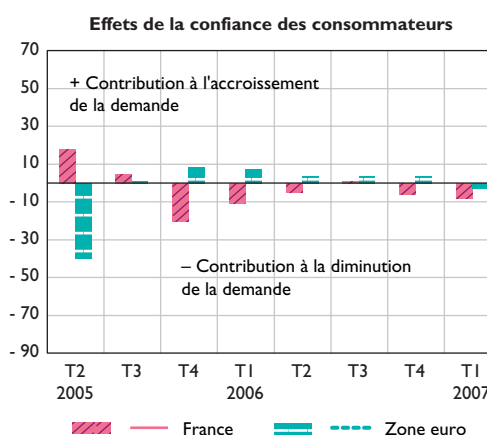
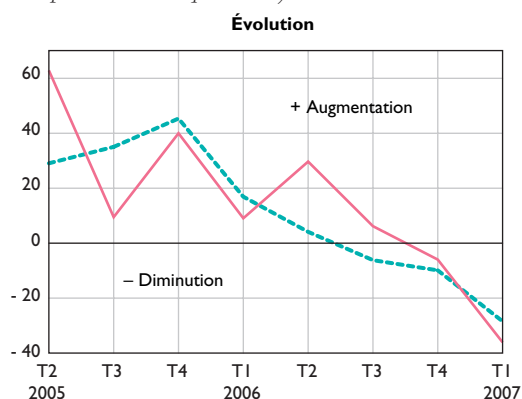
## ENCADRÉ 3

### L'offre et la demande de crédits à l'habitat (Enquête auprès des banques sur la distribution du crédit – premier trimestre 2007)

#### Demande de crédits à l'habitat

##### Demande de crédits à l'habitat

(solde des réponses des banques en %)



En France comme dans le reste de la zone euro, les banques font état d'un net recul de la demande de crédits à l'habitat au premier trimestre 2007, recul qu'elles attribuent avant tout à des perspectives plus incertaines sur le marché du logement et, dans une moindre mesure, à la légère baisse de la confiance des ménages.

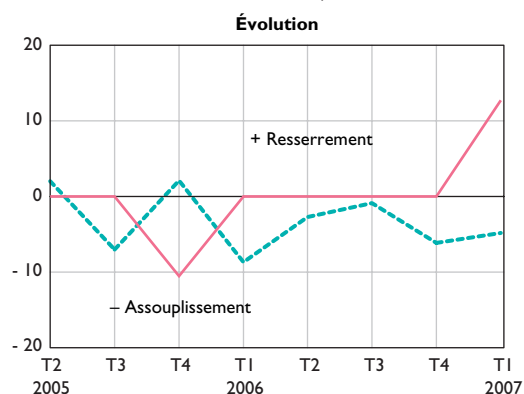
.../...



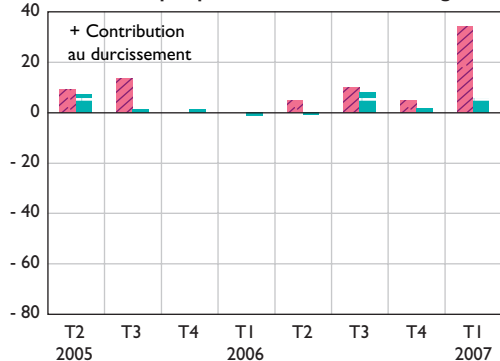
## Offre de crédits à l'habitat

## Offre de crédits à l'habitat – Critères d'octroi

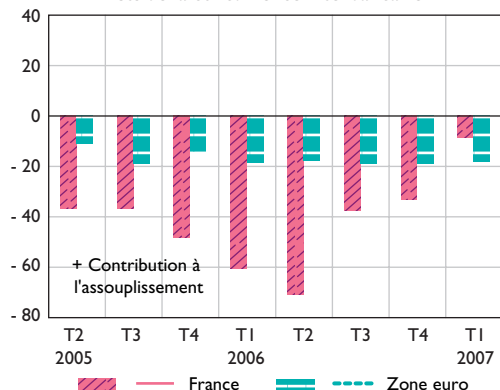
(solde des réponses des banques en %)



## Effets des perspectives sur le marché du logement



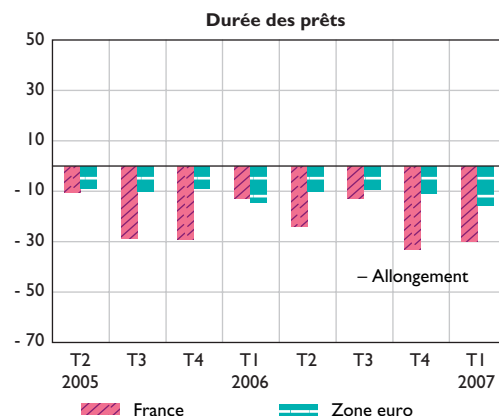
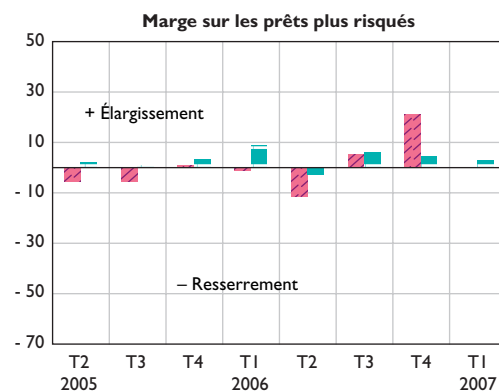
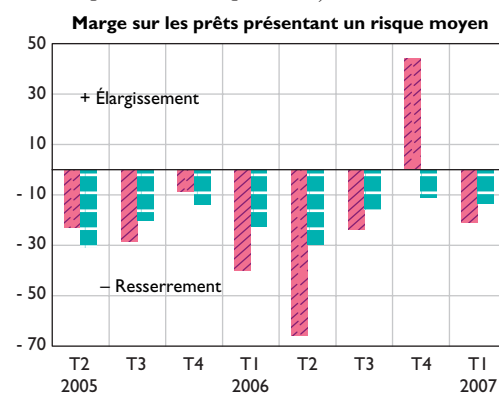
## Effets de la concurrence interbancaire



En France, les critères d'octroi des crédits à l'habitat ont été un peu durcis par rapport au trimestre précédent. Les établissements ayant opté pour un resserrement de leur offre de crédit invoquent pour le justifier la détérioration des perspectives du marché du logement et l'atténuation de la concurrence entre prêteurs. Dans l'ensemble de la zone euro, on observe plutôt une stabilité des critères d'octroi, les effets de la concurrence y restant sensibles et les perspectives sur le marché du logement jugées moins défavorables.

## Offre de crédits à l'habitat – Conditions pratiquées

(solde des réponses des banques en %)



En France comme dans la zone euro, les conditions pratiquées sur les prêts à l'habitat ont été assouplies, principalement via un resserrement des marges sur ceux présentant un risque moyen et un allongement de la durée des crédits consentis.

## 2|2 L'endettement intérieur total – France

Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total s'est redressé en mars 2007 (7,2 %, après 6,8 % en février) sous l'effet de la légère reprise de l'endettement des administrations publiques. La croissance de l'endettement des ménages s'est un peu modérée alors que celle de l'endettement des sociétés non financières s'est très légèrement accentuée du fait d'un recours accru aux financements de marché.

### Endettement intérieur total – France

(taux de croissance annuel en %)

	Mars 2006	Février 2007	Mars 2007
<b>Endettement intérieur total</b>	<b>8,0</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>
Sociétés non financières	8,8	9,0	9,1
Ménages	11,8	11,4	11,3
Administrations publiques	4,9	1,4	2,4

Le taux de croissance des crédits consentis par les institutions financières résidentes aux agents non financiers s'est maintenu à 9,4 %, la légère décélération des crédits aux ménages (11,3 %, après 11,4 %) et aux sociétés non financières (7,6 %, après 7,7 %) ayant été compensée par l'accélération des crédits aux administrations publiques (6,8 %, après 6,4 %). Le taux de croissance des crédits obtenus auprès des non-résidents a fléchi tout en restant élevé.

### Endettement intérieur total par source de financement – France

(taux de croissance annuel en %)

	Mars 2006	Février 2007	Mars 2007
<b>Endettement intérieur total</b>	<b>8,0</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	11,2	9,4	9,4
Crédits obtenus auprès des non-résidents	16,9	17,6	14,9
Financements de marché	2,5	1,0	2,6

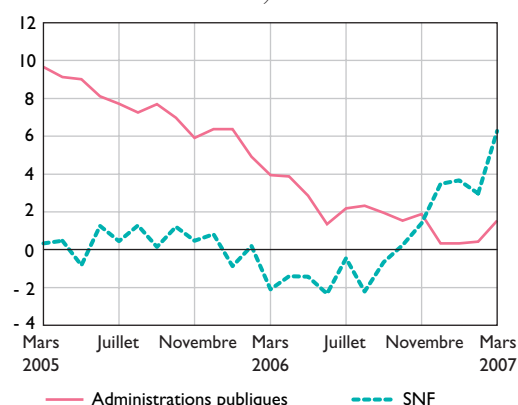
I Y compris les crédits titrisés dans des fonds communs de créances.

## 2|3 L'endettement sur les marchés

Le taux de croissance des financements de marché s'est sensiblement redressé (2,6 %, après 1,0 %) sous l'effet de l'accélération des émissions nettes des administrations publiques (1,5 %, après 0,4 %) et, de façon plus marquée, des sociétés non financières (6,3 %, après 3,0 %). Cette reprise des émissions s'est concentrée dans un cas comme dans l'autre sur le segment des titres à court terme.

### Endettement des sociétés non financières et des administrations publiques sur les marchés – France

(taux de croissance annuel en %)



## 2|4 Les crédits des institutions financières monétaires<sup>1</sup>

En France, le taux de croissance annuel des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires est resté quasiment inchangé en mars (10,0 %, après 9,9 %) : les crédits au secteur privé ont crû pratiquement au même rythme qu'en février (10,4 %, après 10,3 %) alors que les crédits aux administrations publiques ont légèrement accéléré (6,9 %, après 6,5 %).

**Crédits par agents et par objets**

(taux de croissance annuel en %)

	Mars 2006	Février 2007	Mars 2007
<b>Crédits des IFM (a)</b>	<b>11,8</b>	<b>9,9</b>	<b>10,0</b>
aux APJ	13,5	6,5	6,9
au secteur privé	11,7	10,3	10,4
dont :			
Crédits des EC aux ménages (b)	12,2	11,3	11,3
dont : Trésorerie	8,0	3,5	3,6
Habitat	15,4	14,6	14,4
Crédits des EC aux SNF	10,6	8,2	8,2
dont : Trésorerie	15,4	6,0	7,2
Investissement	8,1	9,5	8,6
Crédits des EC			
au secteur financier	16,5	13,4	16,1
dont : Clientèle financière	9,9	15,5	22,2
Assurances	37,5	7,3	0,9

(a) Hors crédits FCC

(b) Hors crédits de trésorerie distribués aux ISBLM

La croissance annuelle de l'ensemble des crédits aux ménages (hors institutions sans but lucratif au service des ménages – ISBLM) s'est maintenue en mars à 11,3 % : la baisse du taux de croissance des crédits à l'habitat (14,4 %, après 14,6 %) a été compensée par la hausse de celui des crédits de trésorerie (3,6 %, après 3,5 %). De même, le taux de progression annuel des crédits aux sociétés non financières est resté inchangé en mars (8,2 %), les crédits à l'investissement ralentissant (8,6 %, après 9,5 %) alors que les crédits de trésorerie accéléraient sensiblement (7,2 %, après 6,0 %). Par ailleurs, la croissance des crédits au secteur financier s'est nettement renforcée (16,1 %, après 13,4 %).

## 2|5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux

Le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits aux ménages diminue très légèrement en mars (5,25 %, après 5,27 %) alors que celui des crédits accordés aux sociétés non financières augmente (4,64 %, après 4,57 %).

• Du côté des ménages, le taux moyen des découverts retombe après sa poussée du mois précédent (10,34 % en mars, après 10,61 % en février et 10,26 % en janvier). Le taux moyen des crédits à la consommation suit un profil voisin, quoique moins marqué (6,55 %, après 6,57 % en février et 6,46 % en janvier). Le taux moyen des crédits à l'habitat de PFIT inférieure ou égale à un an enregistre à nouveau une hausse relativement prononcée (4,22 %, après 4,12 %) tandis que celui des crédits de PFIT supérieure à un an continue d'augmenter de manière très progressive (4,03 %, après 4,01 %).

• S'agissant des crédits aux sociétés non financières, la hausse concerne toutes les catégories de concours : elle est un peu plus faible pour les crédits de PFIT inférieure à un an (4,65 %, après 4,57 %) que pour ceux de PFIT supérieure à un an (4,51 %, après 4,39 %) et reste, ce mois-ci, insignifiante pour les découverts (5,01 %, après 5,00 %).

## 2|6 Les flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

Apprécies en cumul sur douze mois, les flux de souscriptions nettes de titres d'OPCVM « monétaires » ont légèrement augmenté en mars alors que ceux des OPCVM « diversifiés » et « actions » se sont tassés. La décollecte observée en matière de titres d'OPCVM « obligations » s'est très légèrement accentuée.

**Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM**

(flux sur douze mois/encours, en %)

	Décembre 2005	Décembre 2006	Février 2007	Mars 2007
OPCVM monétaires	9,0	7,4	8,0	9,3
OPCVM obligations	4,1	- 1,0	- 3,6	- 3,8
OPCVM actions	5,7	6,5	5,2	4,6
OPCVM diversifiés	10,2	26,9	26,3	22,7

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

## ENCADRÉ 4

**Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris  
en avril 2007**

**Obligations émises à Paris**
*(en milliards d'euros)*

	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours à fin avril 2007
	Année 2006	Avril 2006 à mars 2007	Mai 2006 à avril 2007	Avril 2007	Avril 2006 à mars 2007	Mai 2006 à avril 2007	Avril 2007	
Sociétés non financières	- 14,4	- 11,2	- 13,4	- 0,5	4,3	2,7	0,6	59,5
État	14,8	14,0	16,0	- 12,1	62,2	62,2	5,3	614,0
Autres administrations publiques	- 4,0	- 3,9	- 4,2	- 0,5	0,4	0,4	0,0	36,7
Institutions financières monétaires	- 1,9	1,4	4,3	2,0	12,4	14,5	2,4	120,3
Institutions financières non monétaires	- 2,1	- 2,4	- 1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	20,1
<b>Total</b>	<b>- 7,6</b>	<b>- 2,1</b>	<b>1,0</b>	<b>- 11,2</b>	<b>79,2</b>	<b>79,8</b>	<b>8,3</b>	<b>850,5</b>

Le montant des émissions obligataires des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois d'avril 2007 s'est élevé à 8,3 milliards d'euros, contre 10,2 milliards le mois précédent.

L'Agence France Trésor a émis en avril quatre nouvelles tranches d'emprunts existants, pour un montant total de 5,3 milliards d'euros représentant 63,8 % de la totalité des émissions sur la Place de Paris. Elle a remboursé une ligne d'OAT d'un montant de 17,4 milliards d'euros.

Compte tenu des remboursements intervenus au cours de ce mois (19,5 milliards d'euros), les flux nets ont été négatifs à hauteur de 11,2 milliards d'euros.

### 3| Les marchés de capitaux

Le mois d'avril a été marqué par une révision à la hausse des perspectives de croissance européenne, contrastant avec la prudence vis-à-vis de l'activité économique aux États-Unis (ralentissement de la croissance du PIB américain à + 1,3 % au premier trimestre 2007) et au Japon. En conséquence, ont été constatés :

- un renforcement des anticipations de resserrement de la politique monétaire en zone euro, et de stabilité des taux monétaires aux États-Unis et au Japon ;
- une évolution contrastée des rendements obligataires dans le sillage du marché monétaire ;
- un renforcement de l'euro contre les principales devises ;
- une progression des principaux marchés boursiers.

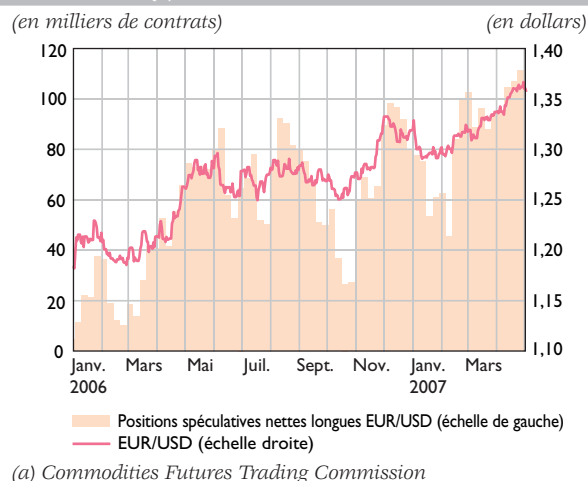
#### 3| I Les marchés de change et de matières premières

L'euro s'est apprécié contre les principales devises, bénéficiant d'une orientation toujours soutenue de l'activité économique de la zone euro.

L'euro s'est apprécié de près de 2,2 % contre dollar à 1,3645, après avoir atteint en fin de mois un plus haut historique à 1,3680. La divergence enregistrée quant aux perspectives économiques dans la zone euro et aux États-Unis a constitué le principal vecteur de l'appréciation de l'euro contre dollar. L'augmentation des positions spéculatives nettes longues euro contre dollar prises sur les marchés à terme a accompagné ce mouvement. Les indicateurs tirés du marché des options de change semblaient toutefois indiquer que les investisseurs favorisaient, fin avril, une poursuite de l'appréciation de l'EUR/USD dans une moindre mesure qu'en début de mois.

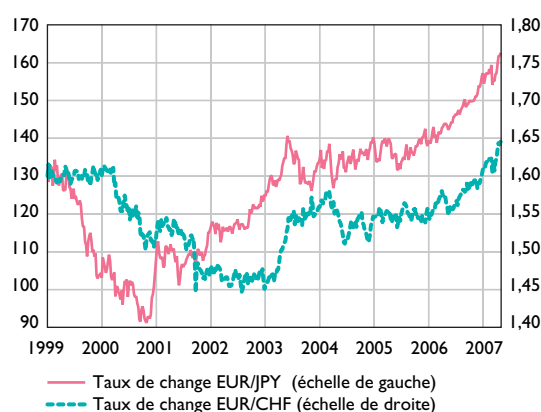
L'appréciation de l'euro par rapport au yen a été plus marquée, l'EUR/JPY gagnant 3,6 % et terminant le mois d'avril à 163,01, parité proche du plus haut historique. Les perspectives toujours attentistes en matière d'inflation au Japon, favorisant les

#### Cours de change de l'euro contre dollar et positions spéculatives nettes rapportées à la CFTC (a)



incertitudes quant au rythme de resserrement de la politique monétaire japonaise, ont en effet incité les investisseurs à renouer avec des stratégies de *carry trades*, défavorables au yen. Outre l'euro, ces dernières ont essentiellement bénéficié aux devises à hauts rendements comme le dollar australien (AUD/JPY + 3,4 %, à 99,3). Le dollar américain s'est lui aussi renforcé de 1,41 % face à la monnaie japonaise, à 119,44. Le franc suisse a continué d'évoluer de conserve avec le yen, le recul contre euro étant néanmoins moins marqué (EUR/CHF + 1,5 %, ayant atteint son plus haut niveau historique à 1,6475).

#### Cours de change de l'euro contre yen et contre franc suisse



NB : Hors mentions spécifiques, les graphiques de la section 3 sont constitués à partir de données extraites des bases Reuters et Bloomberg.

Au total, le taux de change effectif nominal de l'euro (contre ses 24 principaux partenaires commerciaux) a continué à s'apprécier (+ 1,1 %) pour atteindre 107,70. *A contrario*, au cours de la même période, le taux de change effectif nominal du dollar s'est déprécié de 1,7 %.

Alors que les anticipations de resserrement de la politique monétaire se sont également renforcées au Royaume-Uni, les participants de marché se sont montrés plus sensibles aux flux de fusions et acquisitions transfrontalières, plutôt défavorables à la livre. En conséquence, la livre sterling a reculé contre euro, l'EUR/GBP progressant de 0,6 % au cours de la période sous revue, à 0,6825. La devise britannique s'est, en revanche, appréciée de 1,4 % face au dollar à 1,998, après avoir atteint 2,005 au cours de la période, soit son plus haut niveau depuis septembre 1992.

Le cours de l'or a connu une évolution heurtée en avril, fluctuant entre 665 et 692 dollars l'once, ne parvenant pas à tirer profit de la faiblesse du dollar, essentiellement sous l'effet du recul des cours du pétrole. Au total, l'or a clôturé sur un cours proche de celui de début avril, à 673,5 dollars l'once.

Les cours du pétrole se sont repliés de 2,5 %, au cours de la période étudiée, passant de 69,02 à 67,29 dollars pour la référence *Brent*. La relative détente du contexte géopolitique après la libération des soldats britanniques en Iran, comme la reprise de l'exploitation de champs pétrolifères au Nigéria, des conditions climatiques plus clémentes aux États-Unis et une nette progression des niveaux de stocks dans ce même pays ont favorisé cette baisse.

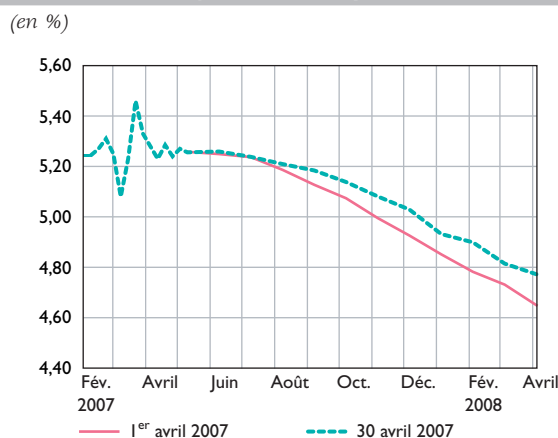
### 3|2 Les marchés de taux d'intérêt

Si les taux monétaires se sont partout orientés à la hausse, les rendements obligataires ont connu des évolutions contrastées reflétant les divergences en matière de perspectives d'activité économique.

#### Légère tension des taux monétaires mais détente des rendements obligataires américains

Les taux implicites des contrats eurodollar 3 mois se sont légèrement tendus dans un mouvement d'aplatissement (respectivement + 6 points de

#### Taux des fonds fédéraux passés et anticipés tirés des overnight index swaps

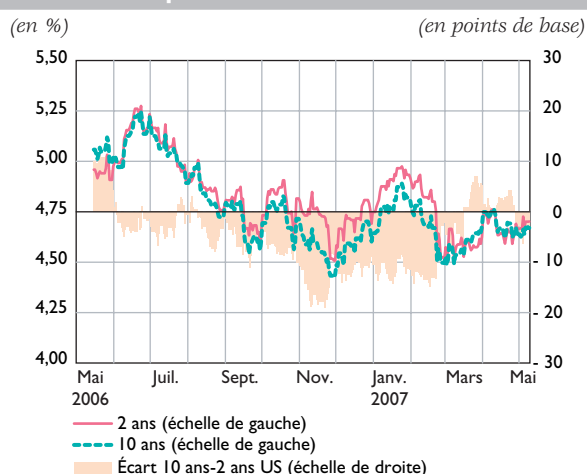


base à 5,325 % et + 14 points de base à 5,01 % pour les échéances juin et décembre 2007). La vigilance exprimée par les membres du FOMC (*Federal Open Market Committee*) quant aux développements futurs de l'inflation a constitué le principal facteur de cette évolution.

À ce titre, le 30 avril, les participants de marché avaient repoussé de novembre à décembre 2007 leurs anticipations d'une première baisse des taux des fonds fédéraux de 25 points de base à 5,00 %.

La courbe des rendements obligataires s'est aplatie au cours de la période sous revue, (+ 2 points de base à 4,65 % pour le 2 ans et - 3 points de base à 4,68 % pour le 10 ans). Si les rendements de court

#### Taux des emprunts américains à 2 ans et 10 ans



terme ont évolué dans le sillage des taux monétaires, les rendements de plus long terme se sont montrés plus sensibles aux perspectives de décélération de la croissance économique. Ainsi les taux réels des obligations d'État américaines (maturité 2015) ont reculé de 2 points de base à 2,17 %.

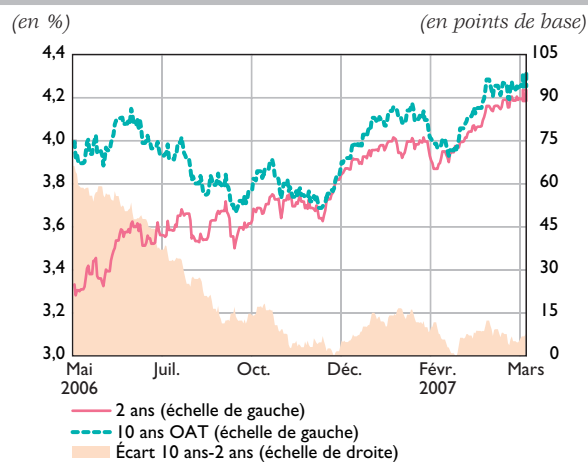
### Hausse des taux monétaires et des rendements obligataires en zone euro

Les taux monétaires européens ont continué de se tendre dans un mouvement de pentification de la courbe, sous l'effet de la bonne tenue des perspectives économiques européennes. Ainsi, les taux implicites des contrats Euribor 3 mois de maturités juin et décembre 2007 ont augmenté de, respectivement, 2 et 10 points de base, à 4,14 % et 4,33 %. Le marché des *swaps* de taux d'intérêt indiquaient qu'une première hausse à 4,00 % était pleinement attendue par le marché à l'horizon de juin 2007, ainsi qu'un dernier resserrement à 4,25 % à décembre 2007, associée néanmoins à une probabilité légèrement moindre de 75 %.

Les rendements obligataires ont évolué de conserve, les maturités 2 et 10 ans augmentant de, respectivement, 11 et 9 points de base, à 4,15 % et 4,20 %.

Cette évolution reflète essentiellement la hausse des taux réels en lien avec la réappréciation des perspectives de croissance de long terme de la zone euro. Le point mort d'inflation tel que reflété

### Taux des emprunts français à 2 ans et 10 ans



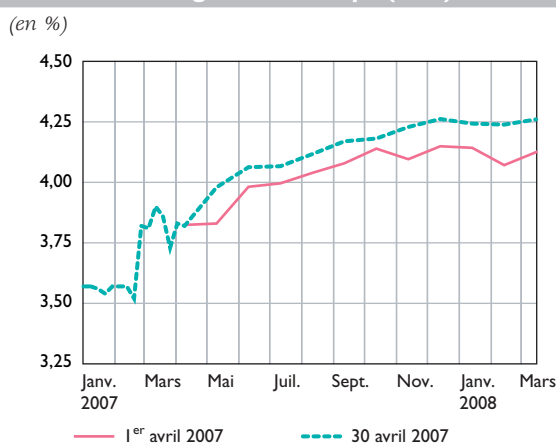
par le prix des obligations françaises indexées sur l'inflation zone euro de maturité 2015 est resté inchangé à 2,17 % sur la période alors que le taux réel a augmenté de 9 points, à 1,95 %.

Au Royaume-Uni, la publication de chiffres d'inflation supérieurs à la borne supérieure tolérée (3 %), provoquant la rédaction d'une lettre ouverte du Gouverneur au Chancelier de l'Échiquier, a entraîné la tension des taux monétaires. Le taux implicite du contrat *short sterling* 3 mois de maturité décembre 2007 a ainsi progressé de 10 points de base, à 5,90 %. Ainsi, comme largement anticipé au cours du mois d'avril, la Banque d'Angleterre a remonté, le 10 mai, de 25 points de base à 5,50 %, son taux directeur. Un dernier resserrement monétaire était généralement attendu au troisième trimestre 2007.

Les taux monétaires et rendements obligataires japonais sont restés globalement inchangés au cours de la période sous revue. Le contrat Euroyen 3 mois de maturité décembre 2007 se situait à 0,91 % à fin avril.

La persistance de l'appétit pour le risque au cours du mois d'avril s'est traduite par le maintien des écarts de rendements entre émetteurs privés et émetteurs souverains à des niveaux historiquement faibles : 62 points de base pour les émetteurs industriels BBB en euro, 102 points de base pour les émetteurs industriels BBB en dollar. De la même façon les écarts de rendement entre émetteurs souverains émergents et américains se sont stabilisés aux alentours de 160 points de base tout au long du mois.

### Taux Eonia passés et anticipés tirés des overnight index swaps (OIS)





### 3|3 Les marchés boursiers

Les marchés boursiers européens et américains ont enregistré une forte progression, pour se situer parfois à des plus hauts historiques (Dow Jones). Les bons résultats enregistrés par les entreprises au premier trimestre 2007 ont amplifié ce mouvement de hausse. La hausse de la bourse japonaise a été moindre, le Nikkei n'étant pas parvenu à renouer avec la valorisation atteinte fin février.

La sous-performance de la place de Tokyo peut être partiellement expliquée par la faible ampleur des opérations de fusion-acquisition concernant des acteurs japonais, alors qu'elles ont atteint des

montants historiquement élevés aux États-Unis et en Europe.

#### Indices boursiers

(variation en %)

	Niveau au 30 avril 2007	Variation par rapport au 30 mars	Variation par rapport au 3 janv.
CAC 40	5 960,0	5,8	6,1
DAX	7 408,9	7,1	10,9
DJ EuroStoxx 50	3 858,2	4,0	3,0
FTSE	6 449,2	3,9	3,8
Nasdaq	2 521,1	6,0	6,0
Dow Jones	13 062,9	8,2	7,1
Nikkei	17 274,9	2,3	1,8

#### ENCADRÉ 5

#### Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris Sélection d'indicateurs

##### Activité sur le marché de la pension livrée

(volume en milliards d'euros, part en %)

	Avril 2007		Moyenne année 2007	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	341,58	66,6	372,53	69,0
Pensions à taux fixe	137,44	26,8	158,09	29,3
Pensions à taux variable	204,14	39,8	214,44	39,7
BTAN	114,79	22,4	120,42	22,3
Pensions à taux fixe	32,91	6,4	36,63	6,8
Pensions à taux variable	81,88	16,0	83,79	15,5
BTF	56,37	11,0	47,18	8,7
Pensions à taux fixe	14,49	2,8	13,68	2,5
Pensions à taux variable	41,88	8,2	33,50	6,2
<b>Total</b>	<b>512,74</b>	<b>100,0</b>	<b>540,13</b>	<b>100,0</b>
<b>Pensions à taux fixe</b>	<b>184,84</b>	<b>36,0</b>	<b>208,40</b>	<b>38,6</b>
<b>Pensions à taux variable</b>	<b>327,90</b>	<b>64,0</b>	<b>331,73</b>	<b>61,4</b>

##### Évolution des taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	30 avril 2007	30 mars 2007	Variation
1 mois	3,77	3,75	+ 2
3 mois	3,89	3,80	+ 9
6 mois	3,97	3,90	+ 7
12 mois	4,11	4,07	+ 4
2 ans	4,15	4,04	+ 11
5 ans	4,15	4,05	+ 10



<b>Les comptes financiers de la Nation en 2006</b> Nouvelle poussée de l'endettement du secteur privé, désendettement de l'État <b>Denis MARIONNET</b> <i>Direction des Études et Statistiques monétaires</i> <i>Service des Études et Statistiques des Opérations financières</i>	21
<b>L'accumulation de réserves de change est-elle un indicateur d'enrichissement d'une nation ?</b> <b>Edouard VIDON</b> <i>Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision</i> <i>Service des Études macroéconomiques et des Synthèses internationales</i>	29
<b>Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2005</b> <b>Bruno TERRIEN</b> <i>Direction de la Balance des paiements</i> <i>Service des Mouvements de capitaux extérieurs</i> <b>Joëlle TINGUELY</b> <i>Direction de la Balance des paiements</i> <i>Service des Opérations internationales – Entreprises</i>	37
<b>Les modèles DSGE Leur intérêt pour les banques centrales</b> <b>Sanvi AVOUYI-DOVI, Julien MATHERON</b> <i>Direction de la Recherche</i> <i>Service de la Recherche en économie et finance</i> <b>Patrick FÈVE</b> <i>Université de Toulouse I (GREMAQ), IDEI et Direction de la Recherche</i>	41
<b>La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2006</b> <i>Direction de la Balance des paiements</i> <i>Service des Opérations internationales des banques et des administrations</i>	55



# Les comptes financiers de la Nation en 2006

## Nouvelle poussée de l'endettement du secteur privé, désendettement de l'État

---

**Denis MARIONNET**

*Direction des Études et Statistiques monétaires*

*Service des Études et Statistiques des Opérations financières*

*En 2006, la croissance de l'endettement du secteur privé se renforce. Les ménages continuent de s'endetter à un rythme soutenu tout en accumulant des actifs financiers, notamment en assurance-vie ; leur taux d'endettement atteint un nouveau record historique. Les sociétés non financières intensifient leur recours aux emprunts bancaires et aux financements de marché. À l'inverse, le besoin de financement des administrations publiques se réduit, de même que leur dette financière brute, qui diminue pour la première fois depuis 1999.*

*Sous l'effet de la remontée des taux d'intérêt à court terme, l'accumulation de dépôts à vue ralentit au profit des placements à vue et des dépôts à terme. Par ailleurs, les plans d'épargne logement (PEL) subissent des retraits massifs à la suite de la modification de leur régime fiscal. Les ménages réemploient principalement ces fonds en souscrivant des contrats d'assurance-vie et des titres d'OPCVM. En contrepartie du gonflement de leur collecte, les sociétés d'assurance et les OPCVM accroissent leurs acquisitions de titres, et notamment de titres obligataires.*

Mots clés : Comptes financiers nationaux, compte financier provisoire, agents non financiers, ménages, sociétés non financières, administrations publiques, sociétés d'assurance et OPCVM, établissements de crédit, non-résidents, financements et placements, endettement, dépôts, refinancement interbancaire, titres de créance, crédits, actions, titres d'OPCVM, assurance-vie, bons du Trésor, obligations, obligations indexées, livret A, plan d'épargne logement, contrats en euros/unités de compte.

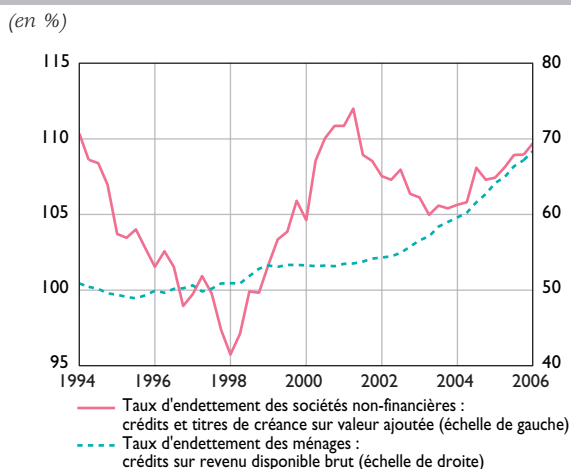
Code JEL : G00

## I | Nouvel essor de l'endettement des ménages et de leurs placements en assurance-vie

Fin 2006, la dette des ménages atteint un nouveau record au regard de leur revenu disponible brut, à 68,4 %, après 64,1 % fin 2005 (graphique 1). C'est également le cas pour le ratio dette/épargne brute des ménages qui représente désormais 4,5 années d'épargne. Sans précédent en France, ces niveaux demeurent toutefois sensiblement inférieurs à ceux de la zone euro, du Royaume-Uni ou des États-Unis.

En 2006, la dette des ménages continue à croître à un rythme élevé (+ 11,3 %, après + 11,2 % en 2005, tableau 1). Le flux net des crédits (crédits nouveaux moins remboursements) s'élève à 84,0 milliards d'euros, après 72,5 milliards en 2005. La croissance des prêts à l'habitat, qui forment l'essentiel de la dette des ménages, se poursuit à un rythme soutenu (+ 15 %) malgré le relèvement des taux appliqués aux crédits nouveaux. L'effet de ce renchérissement des taux débiteurs sur la charge de remboursement des emprunts est toutefois en partie compensé par l'allongement de leur durée moyenne.

Graphique 1 Endettement des ménages  
et des sociétés non financières (hors actions)



Sources : Comptes nationaux, base 2000, INSEE, Banque de France (SESOF)

Tableau 1 Évolution des crédits à l'économie

(en %)

	2004	2005	2006
Total des crédits à l'économie	7,4	8,8	9,4
dont :			
Crédits aux ménages	10,0	11,2	11,3
Crédits aux sociétés non financières	5,5	7,4	8,8
Crédits aux administrations publiques	3,7	3,6	2,9

Source : Comptes nationaux, base 2000, Banque de France (SESOF)

En parallèle à cet essor de leur endettement, les ménages maintiennent des flux de placements financiers importants (140,9 milliards d'euros), bien qu'en diminution par rapport à 2005. Les flux de placements en assurance-vie (88,8 milliards d'euros) excèdent ceux de 2005 (82,0 milliards), bénéficiant pour une bonne part du réemploi des fonds retirés des PEL à la suite de la modification du régime fiscal de ces derniers intervenue au 1<sup>er</sup> janvier 2006. Les contrats en unités de compte (30,4 % des flux de souscription) sont favorisés par la hausse des cours boursiers mais aussi par le plein effet sur 2006 des dispositions permettant désormais de transformer sans pénalité un contrat monosupport (en euros) en un contrat multisupports investi en tout ou partie en unités de compte.

Les ménages redeviennent acheteurs nets de titres d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) : les fonds monétaires (1,2 milliard d'euros de souscriptions nettes) bénéficient de la remontée des taux à court terme, et les non monétaires (3,5 milliards) de la bonne orientation des marchés financiers (tableau 2), les ménages semblant en outre préférer la détention indirecte d'actions cotées à leur détention directe (- 5,0 milliards d'euros, après 3,4 milliards). Par ailleurs, leurs flux nets de dépôts se réduisent sensiblement (17,6 milliards d'euros, après 34,7 milliards en 2005). En particulier, l'accumulation de dépôts à vue (tableau 3) ralentit fortement (10,2 milliards, après 19,6 milliards en 2005), le coût d'opportunité de leur détention étant accru par la hausse des taux d'intérêt à court terme, et ce d'autant plus que la rémunération de ce type de dépôts est encore peu répandue en France. En revanche, le flux net de placements à vue <sup>1</sup> retrouve son niveau de 2004 (24,3 milliards d'euros, après 14,8 milliards en 2005), dans un contexte marqué par deux relèvements successifs de la rémunération des livrets A et livrets bleus. De même, le flux des

<sup>1</sup> Placements à vue : dépôts inscrits sur un compte ou un livret, qui ne peuvent être mobilisés par chèque (livrets A, livrets de développement durable...)

Tableau 2 Flux d'actions, d'OPCVM et de titres de créance

(en milliards d'euros)

	2004	2005	2006
<b>Actions</b>	<b>156,8</b>	<b>150,8</b>	<b>180,8</b>
<b>Émissions nettes</b>			
Résidents	86,1	78,7	114,9
dont : Sociétés non financières	77,7	75,3	97,6
Assurances	4,8	2,3	5,4
Établissements de crédit, institutions financières diverses	0,7	- 2,5	12,8
Reste du monde (émissions nettes souscrites par les résidents)	70,8	72,1	65,9
<b>Acquisitions nettes</b>			
Résidents	135,0	101,5	138,1
dont : Ménages	8,9	21,7	9,8
Sociétés non financières	65,9	38,6	66,8
Administrations publiques	- 3,0	1,7	- 14,2
Assurances	9,4	5,2	10,2
OPCVM	7,8	15,5	23,0
Établissements de crédit, institutions financières diverses	45,9	15,7	51,6
Reste du monde	21,9	49,3	42,8
<b>Souscriptions de titres d'OPCVM</b>	<b>85,1</b>	<b>112,4</b>	<b>159,1</b>
<b>OPCVM monétaires</b>	<b>24,6</b>	<b>31,6</b>	<b>38,7</b>
dont : Ménages	- 1,8	- 1,3	1,2
Sociétés non financières	11,8	10,0	10,8
Assurances	2,9	0,9	5,9
OPCVM	7,3	12,6	12,2
<b>OPCVM non monétaires</b>	<b>60,5</b>	<b>80,7</b>	<b>120,4</b>
dont : Ménages	- 6,2	1,2	3,5
Sociétés non financières	- 3,1	- 4,4	- 8,1
Assurances	26,4	41,6	39,6
OPCVM	13,6	21,1	42,2
Établissements de crédit, institutions financières diverses	12,0	4,2	21,3
Reste du monde	11,0	12,1	18,6
<b>Obligations</b>	<b>91,6</b>	<b>166,7</b>	<b>173,5</b>
<b>Émissions nettes</b>			
Résidents	24,1	60,2	41,1
dont : Sociétés non financières	- 26,4	- 12,2	- 10,6
Administrations publiques	46,3	58,3	24,2
Établissements de crédit, institutions financières diverses	4,3	13,2	25,3
Reste du monde (émissions nettes souscrites par les résidents)	67,5	106,5	132,4
<b>Acquisitions nettes</b>			
Résidents	51,7	109,2	138,7
dont : Assurances	21,3	25,5	55,6
OPCVM	17,9	40,2	51,3
Établissements de crédit, institutions financières diverses	15,4	28,0	17,6
Reste du monde	40,0	57,4	34,8
<b>Titres de créances négociables</b>	<b>135,6</b>	<b>97,2</b>	<b>141,2</b>
<b>Émissions nettes</b>			
Résidents	91,4	74,9	114,1
dont : Sociétés non financières	12,2	10,8	21,1
Administrations publiques	28,2	3,4	- 19,9
Établissements de crédit, institutions financières diverses	53,3	60,8	112,7
Reste du monde (émissions nettes souscrites par les résidents)	44,2	22,2	27,2
<b>Acquisitions nettes</b>			
Résidents	65,8	27,1	83,4
dont : Sociétés non financières	- 9,4	- 1,8	10,4
Assurances	20,4	23,7	0,9
OPCVM monétaires	11,6	6,4	8,1
OPCVM non monétaires	4,2	10,6	24,6
Établissements de crédit, institutions financières diverses	34,4	- 13,9	15,8
Reste du monde	69,8	70,0	57,8
<b>Total</b>	<b>469,2</b>	<b>527,1</b>	<b>654,7</b>

Source : Comptes nationaux, base 2000, Banque de France (SESOF)

Tableau 3 Principaux éléments financiers sur les ménages et les sociétés non financières

(en milliards d'euros)

	2004	2005	2006
<b>Total des flux de placements des ménages</b>	<b>133,8</b>	<b>159,9</b>	<b>140,9</b>
dont : Monnaie fiduciaire	2,3	3,3	4,5
Dépôts à vue	14,4	19,6	10,2
Placements à vue (livrets A, bleus, jeunes, livrets d'épargne populaire...)	24,8	14,8	24,3
Placements à échéance (comptes à terme)	- 1,7	1,5	7,0
Épargne contractuelle	4,2	- 1,2	- 23,9
Placements en assurance-vie	73,4	82,0	88,8
Obligations	- 0,9	0,3	- 0,6
OPCVM monétaires	- 1,8	- 1,3	1,2
OPCVM non monétaires	- 6,2	1,2	3,5
Actions cotées	0,0	3,4	- 5,0
<b>Total des flux de financement des sociétés non financières</b>	<b>88,5</b>	<b>114,3</b>	<b>161,4</b>
<b>Total des flux de dettes</b>	<b>10,8</b>	<b>39,1</b>	<b>63,9</b>
Titres de créances négociables et assimilés	12,3	10,8	21,1
Obligations et assimilés	- 26,4	- 12,2	- 10,6
Crédits des institutions financières aux sociétés non financières	24,9	40,5	53,6
<b>Actions et autres participations</b>	<b>77,7</b>	<b>75,3</b>	<b>97,6</b>

Source : Comptes nationaux, base 2000, Banque de France (SESOF)

placements à échéance s'étoffe : + 7,0 milliards d'euros, après + 1,5 milliard. À l'inverse, le flux d'épargne contractuelle (PEL et plans d'épargne populaire – PEP – bancaires essentiellement) devient très négatif (- 23,9 milliards d'euros, après - 1,2 milliard) du fait notamment des retraits opérés sur les PEL (cf. *supra*).

## 2| Les entreprises accentuent leur recours au crédit et aux financements de marché

Confrontées à un nouveau recul de leur taux d'autofinancement (59,9 %, après 71,7 %), les sociétés non financières (SNF) intensifient leur recours à l'endettement, notamment pour financer la reprise de leurs investissements productifs. En 2006, leur flux d'endettement s'accroît fortement pour s'établir à 63,9 milliards d'euros, après 39,1 milliards en 2005. L'encours de la dette des SNF, rapporté à leur valeur ajoutée, s'élève à 109,7 % fin 2006, après 107,4 % fin 2005, se rapprochant du point haut de fin mars 2002 (graphique 1).

Cette poussée de l'endettement des SNF recouvre une forte augmentation de leurs flux nets d'emprunts bancaires (53,6 milliards d'euros, après 40,5 milliards) et une reprise de leurs émissions nettes de titres de créances négociables (TCN<sup>2</sup>), qui atteignent 21,1 milliards d'euros, après 10,8 milliards en 2005. Les SNF continuent en revanche de procéder à des remboursements nets d'obligations (- 10,6 milliards d'euros).

L'accroissement des emprunts mais aussi des émissions d'actions (97,6 milliards d'euros, après 75,3 milliards) permet aux SNF de financer, outre leurs investissements productifs, des fusions-acquisitions et des opérations de rachat d'entreprises à effet de levier (*leverage buy out* – LBO), opérations qui ont pris de l'ampleur en 2006. Leurs acquisitions nettes d'actions atteignent ainsi 66,8 milliards d'euros, après 38,6 milliards.

Hors actions, les flux de placement des SNF s'orientent davantage vers les titres de créances négociables et les titres d'OPCVM monétaires (21,2 milliards d'euros, après 8,2 milliards) au détriment des obligations (0,2 milliard d'euros, après 8,5 milliards) et des dépôts (18,7 milliards d'euros, après 26,1 milliards).

2 TCN (titres de créances négociables) : titres de créance à court et moyen termes

### 3| Réduction de la dette financière des administrations publiques

L'allègement du besoin de financement des administrations publiques (APU) en 2006 (– 46,4 milliards d'euros, après – 51,5 milliards en 2005) résulte principalement de la réduction de celui de l'État (– 47,5 milliards d'euros, après – 52,4 milliards) et de l'augmentation de la capacité de financement des organismes divers d'administration centrale (ODAC), qui atteint 11,2 milliards d'euros, après 6,9 milliards. Il s'accompagne d'une diminution de la dette financière brute <sup>3</sup> des administrations centrales, entraînant à la baisse celle de l'ensemble des APU (1 198,7 milliards d'euros, après 1 219,9 milliards).

En 2006, la dette financière brute de l'État, exprimée en valeur de marché, diminue en effet pour la première fois depuis 1999, revenant à 990,3 milliards d'euros en fin d'année, après 1 023,3 milliards fin 2005. Cette réduction résulte pour une part de l'affectation d'importantes recettes de privatisation à des opérations de désendettement. Elle reflète également les retombées des changements intervenus dans la gestion de la trésorerie de l'État, qui se traduisent par une forte réduction de ses opérations de prise en pension (– 25,1 milliards d'euros, après 5,9 milliards) et par des remboursements nets très élevés de bons du Trésor (– 17,4 milliards d'euros, après 3,3 milliards). En outre, le montant des émissions nettes d'obligations assimilables du Trésor (OAT) atteint son niveau le plus bas des dix dernières années (16,1 milliards d'euros). Les émissions d'obligations indexées représentent 21,4 % du volume global des émissions brutes d'OAT (24,7 % en 2005).

Le besoin de financement des administrations de sécurité sociale se creuse quelque peu (– 5,6 milliards d'euros, après – 2,6 milliards). En 2006, il est en partie couvert par une émission de billets de trésorerie réalisée en fin d'année par l'Agence centrale des organismes de Sécurité sociale (ACOSS <sup>4</sup>) pour un montant de 4,9 milliards d'euros. En revanche, les administrations de sécurité sociale recourent moins au crédit à court terme (6,7 milliards d'euros, après 13,2 milliards). Par ailleurs, la CADES <sup>5</sup> continue de reprendre des dettes accumulées par l'ACOSS, à hauteur de 5,7 milliards d'euros.

Comme en 2005, le besoin de financement des administrations publiques locales (– 4,6 milliards d'euros) est plus que couvert par des emprunts bancaires (6,5 milliards d'euros).

### 4| Sociétés d'assurance et OPCVM investissent massivement en obligations

Les sociétés d'assurance bénéficient d'une collecte particulièrement abondante au titre de l'assurance-vie (cf. *supra*). En contrepartie, elles amplifient leurs achats d'obligations (55,6 milliards d'euros, soit 40,1 % des achats des résidents, après 25,5 milliards en 2005) et d'actions (10,2 milliards d'euros, après 5,2 milliards), et continuent de procéder à de substantiels achats de titres d'OPCVM non monétaires (39,6 milliards d'euros, après 41,6 milliards). Par ailleurs, pour assurer la liquidité de leurs contrats, elles augmentent leurs achats de titres d'OPCVM monétaires (5,9 milliards d'euros, après 0,9 milliard).

Les souscriptions nettes de titres d'OPCVM se renforcent, légèrement pour les titres d'OPCVM monétaires (38,7 milliards d'euros, après 31,6 milliards), et de façon bien plus marquée, pour les titres d'OPCVM non monétaires (120,4 milliards d'euros, après 80,7 milliards). Les titres d'OPCVM monétaires sont principalement souscrits par les OPCVM eux-mêmes (12,2 milliards d'euros, après 12,6 milliards), devant les SNF et les sociétés d'assurance. Les OPCVM sont aussi les premiers souscripteurs nets de titres d'OPCVM non monétaires (42,2 milliards d'euros, après 21,1 milliards), devançant les assurances, les établissements de crédit et les investisseurs non résidents. Les OPCVM renforcent également leurs achats d'obligations (51,3 milliards d'euros, soit 37,0 % des achats des résidents, après 40,2 milliards en 2005) et procèdent à des placements conséquents en titres de créances négociables (32,7 milliards d'euros, après 17,0 milliards) et en actions (23,0 milliards d'euros, après 15,5 milliards).

3 Dette financière brute : dette en valeur de marché comprenant les dépôts auprès des APU, consolidés pour le secteur ou le sous-secteur concerné, les titres de créance émis et les crédits obtenus auprès des institutions financières

4 ACOSS : Agence centrale des organismes de Sécurité sociale, qui gère la trésorerie de ces organismes

5 CADES (Caisse d'amortissement de la dette sociale) : ODAC (organisme divers d'administration centrale) chargé d'apurer la dette de la Sécurité sociale

## 5| Les banques empruntent davantage à l'étranger pour répondre à la demande de crédits

Le montant des prêts accordés par les établissements de crédit et institutions financières diverses (IFD <sup>6</sup>) augmente sensiblement, qu'il s'agisse des concours à long terme (150,5 milliards d'euros, après 122,5 milliards) ou des crédits à court terme (26,5 milliards d'euros, après 19,3 milliards).

En regard, les flux de dépôts des agents non financiers résidents auprès des établissements de crédit diminuent fortement (4,3 milliards d'euros, après 52,9 milliards), notamment ceux des ménages. Pour faire face à cette contraction de leurs ressources intermédiées tout en satisfaisant la forte demande de prêts, les établissements de crédit intensifient leurs émissions de titres de créance : 108,4 milliards d'euros d'émissions nettes de TCN, après 57,6 milliards en 2005 et 25,3 milliards d'émissions nettes obligataires, après 13,2 milliards. Ils accroissent aussi leur refinancement auprès des institutions financières du Reste du monde : le solde correspondant atteint 99,0 milliards d'euros, après 44,5 milliards en 2005.

S'agissant de leurs emplois en titres, les établissements de crédit augmentent massivement leurs acquisitions d'actions (51,6 milliards d'euros, après 15,7 milliards), notamment dans le cadre d'opérations de prises de participation. Ils redeviennent en outre acheteurs nets de titres de créances négociables (15,8 milliards d'euros, après - 13,9 milliards) et gonflent leurs acquisitions de titres d'OPCVM non monétaires (21,3 milliards d'euros, après 4,2 milliards). En revanche, leurs achats d'obligations retombent à 17,6 milliards d'euros, après 28,0 milliards.

## 6| Les résidents accroissent leurs achats d'obligations étrangères et d'actions

Les émissions nettes d'actions des agents résidents (sociétés non financières, sociétés d'assurance et établissements de crédit essentiellement) sont en progression sensible (114,9 milliards d'euros, après 78,7 milliards). Elles sont largement souscrites par les résidents, qui accroissent fortement leurs achats (72,2 milliards d'euros, après 29,4 milliards).

La forte baisse des émissions nettes d'obligations des administrations publiques (24,2 milliards d'euros, après 58,3 milliards) (tableau 2) entraîne celle du montant total émis par les résidents (41,1 milliards d'euros, après 60,2 milliards). En regard, les investisseurs non résidents réduisent leurs acquisitions d'obligations françaises (34,8 milliards d'euros, après 57,4 milliards).

Pour leur part, les investisseurs résidents accroissent fortement leurs achats nets d'obligations (138,7 milliards d'euros, après 109,2 milliards), qui portent à nouveau essentiellement sur des titres étrangers (132,4 milliards d'euros, après 106,5 milliards) : ils poursuivent ainsi la diversification géographique de leurs portefeuilles engagée depuis la création de l'Union monétaire.

<sup>6</sup> IFD (Institutions financières diverses) : sous-secteur de la comptabilité nationale constitué d'intermédiaires financiers autres que les IFM et que les sociétés d'assurance  
IFM (Institutions financières monétaires) : elles incluent les établissements de crédit, la Banque de France, la Caisse des dépôts et consignations ainsi que les OPCVM monétaires



## Bibliographie

« Les comptes de la Nation en 2006 », Insee première, n° 1 134, mai 2007

« Les comptes des administrations publiques en 2006 », Insee Première, n° 1 135, mai 2007

**Fonteny (E.), Kierzenkowski (R.) et Lascar (J.) (2006)**

« Libéralisation de la rémunération des dépôts à vue en France : premier bilan », *Bulletin de la Banque de France*, n° 155, novembre

**Fonteny (E.) (2006)**

« Les conséquences du changement de régime fiscal et social des PEL sur l'épargne logement », *Bulletin de la Banque de France*, n° 153, septembre



# L'accumulation de réserves de change est-elle un indicateur d'enrichissement d'une nation ?

---

**Edouard VIDON**

*Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision  
Service des Études macroéconomiques et des Synthèses internationales*

*La croissance rapide des encours de réserves officielles en devises dans certaines économies émergentes est quelquefois considérée comme un indicateur d'enrichissement de ces pays. La détention par la Chine de 1 200 milliards de dollars de réserves à la fin mars 2007 est-elle réellement un gage de richesse ? La « valeur » de cette richesse dépend en réalité de l'utilité qui en est retirée : les réserves de change peuvent résulter d'une forme d'épargne de précaution, mais leur accumulation au-delà des montants justifiés par des motifs d'assurance peut également se révéler le symptôme du caractère déséquilibré de la croissance.*

Mots clés : réserves de change, termes de l'échange,  
croissance économique

Codes JEL : F32, F43

Le débat sur la mesure de la richesse est aussi ancien que l'économie politique. « La richesse d'une personne est-elle proportionnée à la quantité ou à la valeur des choses qu'elle possède ? » s'interroge Jean-Baptiste Say dans son traité. Il répond : « Elle est proportionnée à la valeur », ce qui lui vaut la critique de Ricardo : « M. Say a donc tort de considérer que valeur, richesse et utilité sont synonymes ». Aujourd'hui, l'accumulation de réserves de change, en particulier par les économies émergentes, est quelquefois considérée comme un indicateur d'enrichissement. La détention par la Chine de 1 200 milliards de dollars de réserves officielles à la fin mars 2007 (contre 165 milliards à la fin de l'année 2000) est-elle réellement un gage de richesse ? Et quelle est l'utilité qui est retirée de ces avoirs ? Si les réserves de change peuvent résulter pour partie d'une forme d'épargne de précaution, leur accumulation au-delà des montants justifiés par des motifs d'assurance peut également se révéler le symptôme du caractère déséquilibré de la croissance.

## I | L'accumulation de réserves : précaution ou stratégie de change ?

Une nation peut souhaiter détenir des montants importants de réserves afin de se prémunir contre des risques macroéconomiques. La stérilisation des entrées de capitaux a toutefois souvent un coût. L'accumulation de réserves peut en réalité refléter

une stratégie de change qui fonde la croissance sur les exportations.

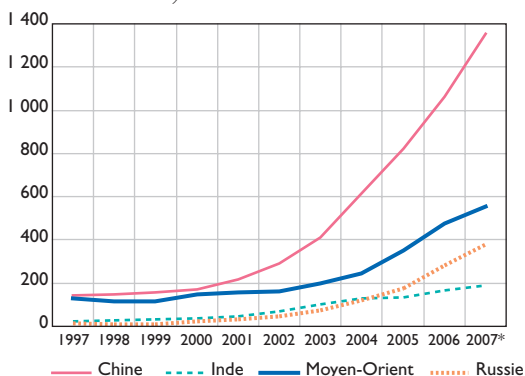
## I | Richesse de précaution

Dans une certaine mesure, la constitution et l'accroissement des réserves internationales obéissent sans doute à un motif de prudence de la part des autorités monétaires, qui en font une forme de « richesse de précaution » permettant en principe de dissuader, et le cas échéant de faire face, et donc d'éviter les crises de change, dont l'expérience a montré à quel point elles peuvent être violentes. De fait, l'épisode de la crise asiatique de 1997<sup>1</sup> est sans doute pour beaucoup dans la volonté des autorités des pays touchés (et de leurs voisins) de détenir un niveau « confortable » d'avoirs nets de change. De telles réserves de précaution ont théoriquement vocation à être d'autant plus importantes que les risques sont perçus comme élevés dans le système financier international. Il n'en demeure pas moins que cette forme d'accumulation a vocation à s'arrêter, ou ralentir, une fois un niveau satisfaisant atteint.

Au-delà de ce motif éventuellement transitoire, pour des économies dont le taux de change est peu flexible, l'accumulation de réserves de change est la conséquence d'un excédent structurel d'épargne par rapport à l'investissement domestique (même si ce dernier est très élevé comme c'est le cas en Chine),

Graphique 1 Réserves de change

(en milliards de dollars)

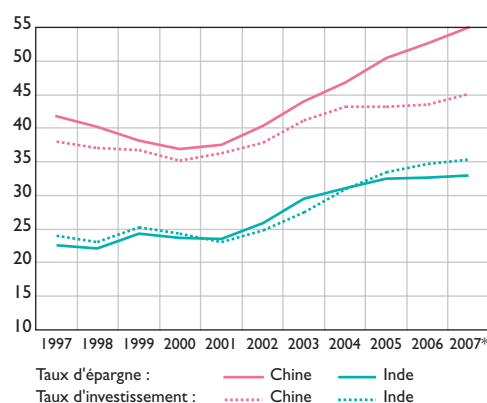


\* Prévision

Source : FMI – World Economic Outlook (WEO)

Graphique 2 Taux d'épargne et taux d'investissement de la Chine et de l'Inde

(en % du PIB)



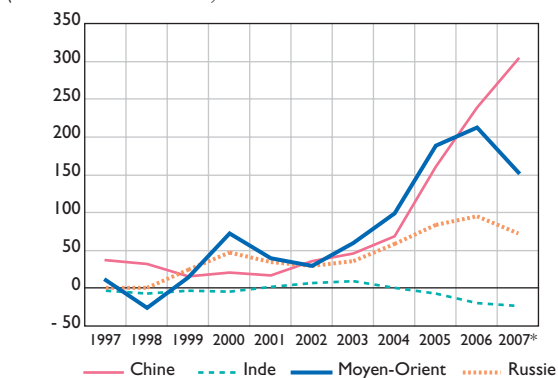
\* Prévision

Source : FMI – WEO

1 Pour un aperçu des leçons de cette crise, voir par exemple Cailleteau et Vidon (1999)

**Graphique 3 Solde des paiements courants**

(en milliards de dollars)



\* Préviation

Source : FMI - WEO

ce qui se traduit mécaniquement par un excédent des paiements courants.

À ce titre, les réserves de change peuvent être le résultat d'un comportement d'épargne de précaution délibéré de la part des administrations publiques et/ou des ménages et des entreprises à l'origine de l'épargne privée.

Certains des pays accumulateurs sont en effet confrontés à la perspective d'un épuisement à terme des ressources de leur sous-sol, tandis que d'autres font face à des tendances démographiques défavorables. À un niveau macroéconomique, une forme d'épargne au profit des générations futures peut être rendue nécessaire en l'absence d'autres dispositifs d'assurance contre les risques auxquels sont confrontés agents et États. Cette épargne accumulée est alors justifiée par un motif de lissage intertemporel de la consommation. Ce motif d'épargne est sans doute par nature plus durable, car il relève de cycles longs, et ne peut se dissiper qu'à l'horizon de la mise en place de réformes structurelles.

## I | 2 Coûts de l'accumulation de réserves

Toutefois, pour beaucoup d'observateurs, l'accumulation et la détention de montants de réserves internationales dépassent largement, dans certains pays, ce qui peut être justifié par le motif d'assurance. Dès lors, loin d'être un facteur de richesse, elles peuvent au contraire se révéler coûteuses.

La stérilisation des entrées de capitaux en devises a, en particulier, un coût quand les taux d'intérêt domestiques des marchés émergents dépassent ceux des placements en devises de réserve. En effet, pour neutraliser l'impact expansionniste sur la masse monétaire des interventions de change, la banque centrale doit retirer de la liquidité, généralement en vendant des titres domestiques au secteur bancaire, quitte à émettre elle-même des « bons de stérilisation ». Si les titres vendus ont un rendement supérieur à celui des réserves, le coût est mécanique pour les autorités monétaires<sup>2</sup>.

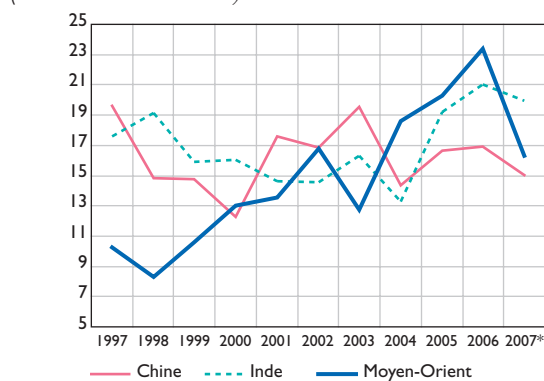
Il est vrai que le rendement des réserves dépend beaucoup des modalités de placement, et comme le souligne Artus (2007) « la nature des actifs détenus importe » dans la dynamique de l'enrichissement par la détention de capital. L'orientation des fonds souverains vers les actions peut donc changer la donne, même si elle reste à ce stade marginale dans le cas des avoirs en devises de la Chine.

Surtout, si la stérilisation n'est pas mise en œuvre de façon satisfaisante, un autre coût macroéconomique se manifeste, sous la forme d'une perte du contrôle de l'évolution des prix. Les interventions de change non stérilisées accroissent en effet la base monétaire, et impactent, par conséquent, le rythme de croissance des agrégats plus larges.

La surchauffe qui risque d'en résulter peut se manifester dans l'inflation des prix à la consommation, ou dans la formation de bulles spéculatives sur des marchés

**Graphique 4 Taux de croissance des agrégats monétaires larges**

(variation annuelle en %)



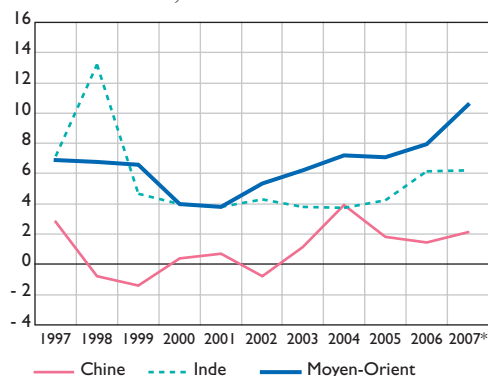
\* Préviation

Source : FMI - WEO

<sup>2</sup> Ce coût peut néanmoins dans certains cas être reporté sur le secteur bancaire, notamment dans un contexte d'encadrement du crédit et de taux d'intérêt administrés.

**Graphique 5 Taux d'inflation – Indice des prix à la consommation**

(variation annuelle en %)



\* Préviation

Source : FMI – WEO

d'actifs financiers encore peu liquides, comme l'illustre la volatilité récente de la bourse de Shanghai.

La volonté d'éviter une telle surchauffe, et ses risques pour l'économie, conduit les autorités à accepter le coût de la stérilisation.

Enfin, il faut garder à l'esprit que, si le montant des réserves est gonflé par l'afflux de capitaux spéculatifs attirés par des écarts de rendements favorables, ou l'espérance de gains de change de court terme, le retournement de ces flux peut se traduire par une grande volatilité de cette mesure de la « richesse ».

### I | 3 Monnaies sous-évaluées contre logique des termes de l'échange

Considérer l'accumulation indéfinie de réserves comme un indicateur de richesse évoque en réalité une logique mercantiliste, dénoncée comme illusoire par Adam Smith, dans laquelle l'obtention d'un excédent des échanges commerciaux est une fin désirable en soi. Une telle logique privilégie volontiers la recherche de la compétitivité par le maintien d'un taux de change sous-évalué.

Pour une économie ouverte aux échanges commerciaux et financiers internationaux, il existe un critère radicalement différent de l'approche mercantiliste pour définir la notion d'enrichissement économique : l'approche par les termes de l'échange.

À l'inverse d'une stratégie mercantiliste de sous-évaluation de la monnaie, considérée comme facteur de croissance des exportations, l'approche par les termes de l'échange souligne au contraire que l'appréciation du taux de change peut être un signe, ou même un moyen d'enrichissement. Dans le cadre d'une stratégie de spécialisation favorable, l'équilibre extérieur, voire l'accumulation d'excédents commerciaux est possible en situation d'amélioration des termes de l'échange, c'est-à-dire avec une hausse plus rapide des prix à l'exportation que des prix à l'importation : il correspond, pour l'économie domestique, à une augmentation de son pouvoir d'achat de biens importés. Il s'agit donc bien d'une forme d'enrichissement relatif, puisqu'elle permet de consommer à moindre coût ces biens produits dans le reste du monde. La capacité à valoriser l'offre nationale dégage alors la possibilité d'un accroissement immédiat ou différé de la consommation intérieure.

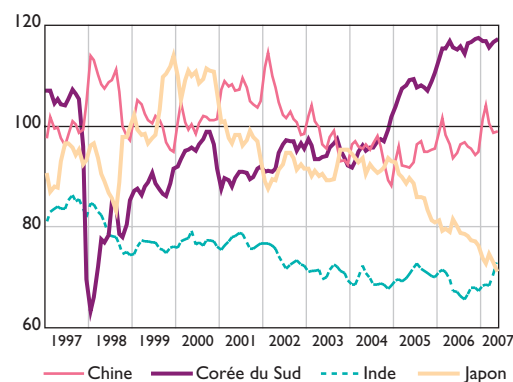
Dans le cas d'économies émergentes qui connaissent une phase de « rattrapage », caractérisée par des gains de productivité importants dans le secteur des biens échangeables, l'appréciation du taux de change réel est même un phénomène d'équilibre (effet Balassa-Samuelson).

Pour que cette appréciation réelle du change ne se fasse pas uniquement par une inflation nationale supérieure à celle des principaux partenaires, une certaine liberté de flottement du taux de change nominal est nécessaire, dans le cadre d'une appréciation progressive. De cette manière peuvent

**Graphique 6 Taux de change effectifs réels**

(vis-à-vis de 46 pays, déflatés par les prix à la consommation)

(indices base 100 = moyenne 1987-2003)



Sources : BCE, OCDE, BRI, FMI, Datastream

Calculs : Banque de France

être combinés gains des termes de l'échange, maîtrise de l'inflation et rééquilibrage de la croissance au profit de la demande interne.

## 2| S'enrichir par une croissance équilibrée

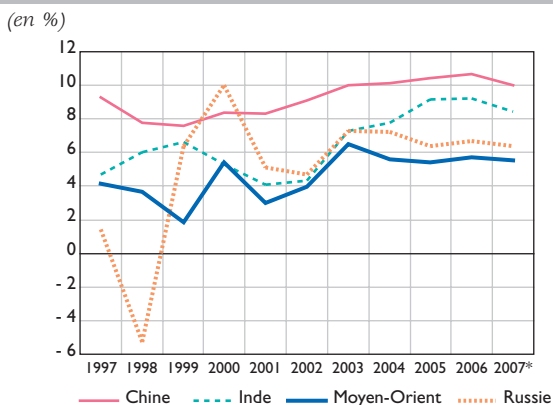
Au-delà des effets du taux de change sur le commerce international, la notion d'enrichissement renvoie en réalité toujours à la dynamique de la croissance, à condition que celle-ci soit équilibrée dans ses composantes, le critère principal de l'économie du bien-être étant la satisfaction des consommateurs.

De ce point de vue, ce ne sont pas tant les excédents commerciaux ou les réserves de change, mais bien les taux de croissance (plus de 10 % par an pour la Chine depuis 2003, plus de 9 % pour l'Inde en 2005-2006), et la progression résultante du PIB par habitant, qui témoignent de la réussite de ces stratégies.

Cependant cet enrichissement n'est réellement perceptible par les ménages que dans la mesure où leur consommation en bénéficie. Or si le PIB par habitant (à parité de pouvoir d'achat) est environ deux fois plus élevé en Chine qu'en Inde, la consommation privée ne représente en 2006 que 37 % environ du PIB chinois<sup>3</sup>, contre 57 % du PIB indien.

Bien que les dirigeants politiques de la Chine aient exprimé dès 2004 la volonté de rééquilibrer la croissance au profit de la consommation, cette

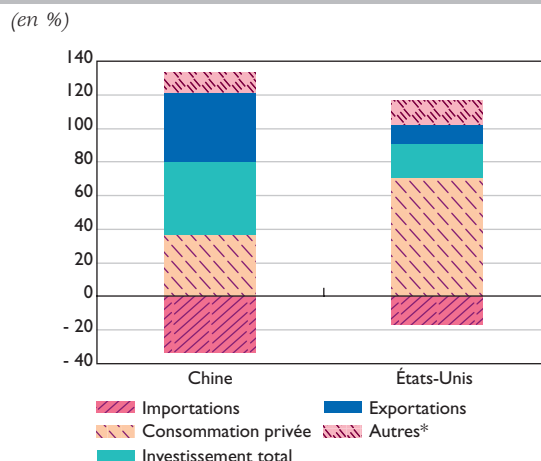
Graphique 7 Taux de croissance du PIB réel



\* Prévision

Source : FMI – WEO

Graphique 8 Décomposition du PIB de la Chine et des États-Unis en 2006



\* Consommation publique et variation de stocks

Sources : FMI – WEO, BEA

orientation ne s'est pas jusqu'ici traduite dans les faits (Lardy, 2007).

Comme le note Cohen (1997), le choix d'une stratégie de croissance et de développement tournée vers le commerce extérieur a eu le mérite de permettre aux pays asiatiques (à commencer par les quatre « dragons ») d'accéder rapidement à une économie de marché, celle du marché mondial, alors que les pays occidentaux avaient mis des siècles à la mettre en place. Mais une telle stratégie est nécessairement transitoire.

À l'autre extrême des stratégies de croissance, les États-Unis sont sans aucun doute l'archétype d'une économie d'enrichissement privilégiant la consommation privée : celle-ci représente 70 % du PIB et la robustesse de la croissance américaine est largement dépendante de celle de la demande des ménages. Ce modèle se caractérise dès lors par une autre forme de déséquilibre : la faiblesse de l'épargne y a pour conséquence le creusement des déficits courants, qui atteignent un niveau sans précédent (plus de 850 milliards de dollars en 2006). Or les ressorts de la croissance américaine pourraient être durablement affectés dans l'hypothèse d'un dénouement désordonné de ce déséquilibre épargne-investissement.

Dans la durée, la réussite des stratégies d'enrichissement, qu'elles mettent l'accent sur la croissance des exportations ou sur celle de la consommation, reste

3 En 2006, la part de l'investissement dans le PIB chinois était de plus de 43 %, celle des exportations nettes de près de 8 % (source FMI).

donc conditionnée par leur caractère équilibré, et par conséquent soutenable.

Dans le cas de certaines économies d'Asie émergente, le rééquilibrage de la croissance en faveur de la demande intérieure, et plus précisément la consommation privée, semble ainsi indispensable. Dans le cas des États-Unis, c'est un rééquilibrage en faveur de l'épargne qui est nécessaire.

Dans les deux cas, les politiques monétaires et budgétaires ont un rôle à jouer pour favoriser ce rééquilibrage, éviter les situations de surchauffe, et limiter la volatilité macroéconomique qui peut être très coûteuse en bien-être quand les fluctuations

cycliques sont très amples. En outre, le caractère équilibré de la croissance se mesure aussi en fonction de la plus ou moins grande dispersion des niveaux de consommation à l'intérieur du pays.

Enfin, l'enrichissement des nations dépend partout dans le monde de la mise en œuvre de politiques structurelles. Celles-ci peuvent faciliter l'équilibre épargne-investissement en garantissant le bon fonctionnement des mécanismes d'assurance ou de couverture des risques. Surtout, elles seules peuvent relever le potentiel de croissance, en favorisant l'investissement en capital physique et en capital humain, vecteurs d'innovation technologique et de gains de productivité.

*L'enrichissement d'une nation peut donc se mesurer autant, sinon mieux, par la réussite d'une stratégie de croissance équilibrée et soutenable de l'économie ou sa capacité à acheter des biens étrangers grâce à l'amélioration de ses termes de l'échange que par le montant de ses réserves de change. À l'inverse, une croissance déséquilibrée, qu'elle se traduise par l'accumulation de réserves ou par l'accumulation d'un endettement, contribue à alimenter des déséquilibres mondiaux dont le dénouement désordonné serait coûteux pour tous.*



## Bibliographie

**Artus (P.) (2007)**

« Dynamique des richesses régionales : qui détiendra le capital ? », *Natixis Flash Economie*, n° 183, mai

**Balassa (B.) (1964)**

« *The purchasing power parity doctrine: a reappraisal* », *Journal of Political Economy*, n° 72, décembre

**Cailleteau (P.) et Vidon (E.) (1999)**

« La dynamique des crises financières internationales : quelques enseignements », *Bulletin de la Banque de France*, n° 64, avril

**Cohen (D.) (1997)**

« Richesse du monde, pauvreté des nations », Flammarion

**Lardy (N.) (2007)**

« *China: rebalancing economic growth* », Peterson Institute for International Economics, mai

**Ricardo (D.) (1821)**

« Des principes de l'économie politique et de l'impôt », Flammarion

**Say (J-B.) (1815)**

« Catéchisme d'économie politique », dans *Cours d'économie politique*, Flammarion

**Smith (A.) (1776)**

« La richesse des nations », Flammarion



# Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2005

**Bruno TERRIEN**

*Direction de la Balance des paiements  
Service des Mouvements de capitaux extérieurs*

**Joëlle TINGUELY**

*Direction de la Balance des paiements  
Service des Opérations internationales – Entreprises*

*À la fin de l'année 2005, la position nette d'investissements directs de la France avec l'étranger s'élevait à 215,6 milliards d'euros en valeur comptable, soit 12,6 % du PIB. Elle s'inscrivait en progression de 66,1 milliards (soit 3,9 points de PIB) par rapport à fin 2004, date à laquelle elle atteignait 149,5 milliards (soit 8,8 % du PIB).*

*Cette hausse reflète une augmentation environ deux fois plus marquée des avoirs que des engagements en investissements directs de la France. Ainsi, le stock des investissements directs français à l'étranger passe de 620,7 milliards d'euros fin 2004 à 747,9 milliards fin 2005, soit une progression de 127,2 milliards. Cette croissance des avoirs français à l'étranger en investissements directs s'explique principalement par les flux d'investissements directs sortants qui se sont élevés à 97,3 milliards en 2005. Ce mouvement a été renforcé par l'appréciation des avoirs français à l'étranger libellés en devises (+ 31,1 milliards d'euros), le dollar américain s'étant apprécié par rapport à l'euro.*

*La progression de la valeur comptable du stock d'investissements directs étrangers en France est bien moindre (+ 61,1 milliards d'euros) et reflète essentiellement les 65,2 milliards de nouveaux investissements directs en provenance de l'étranger. Les faibles montants d'engagements en devises des groupes résidents ont, quant à eux, limité l'impact de l'appréciation des principales devises vis-à-vis de l'euro à 2,6 milliards.*

Mots clés : position extérieure, investissements directs, IDE

Code JEL : F21

NB : La version intégrale de la note est disponible sur le site Internet de la Banque de France ([www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)) dans la rubrique Balance des paiements et position extérieure de la France de l'onglet Statistiques et enquêtes. Les flux révisés de l'année 2005 et ceux de l'année 2006 seront publiés dans le Rapport annuel de la balance des paiements et la position extérieure de la France qui pourra être consulté sur le site Internet de la Banque de France à partir du 29 juin 2007.

## I | Les stocks d'investissements directs français à l'étranger progressent de 20 % en valeur comptable ...

La valeur comptable du stock d'investissements directs français à l'étranger a progressé de 20 % entre fin 2004 et fin 2005, passant de 620,7 milliards d'euros à 747,9 milliards. Cette progression résulte d'abord des flux d'investissements directs français à l'étranger qui ont atteint 97,3 milliards en 2005. Elle est à rapprocher du mouvement mondial de reprise des fusions-acquisitions constaté la même année. Les opérations ont été plus nombreuses qu'en 2004 et d'une taille plus importante.

Parmi les principales opérations, on peut citer notamment le rachat par Suez de la totalité d'Electrabel (Belgique) ou l'acquisition d'Allied Domecq (Royaume-Uni) par Pernod Ricard.

Les effets de change, qui ont accru la valorisation comptable des avoirs exprimés en devises qui se sont appréciées par rapport à l'euro, sont le second élément expliquant la progression de la valeur comptable du stock d'investissements directs français à l'étranger. En 2005 en effet, vis-à-vis de l'euro le dollar américain s'est apprécié de plus de 15 % et le dollar canadien de près de 20 %. Au total, le stock d'investissements directs en valeur comptable a augmenté de 31,1 milliards entre fin 2004 et fin 2005 en raison de l'appréciation des principales devises (principalement le dollar américain) face à l'euro.

### ENCADRÉ I

#### Stocks d'investissements directs français à l'étranger au 31 décembre 2005

Le stock d'investissements directs à l'étranger détenu par les entreprises résidentes, industrielles et commerciales, compagnies d'assurance et établissements de crédit, est évalué grâce à une enquête annuelle réalisée par la Banque de France.

Selon cette source unique, le stock d'investissements directs à l'étranger s'élève à fin 2005 à 747,9 milliards d'euros en valeur comptable, contre 620,7 milliards à fin 2004 (données révisées). La progression du stock imputable aux nouveaux investissements directs français à l'étranger (enregistrés dans les flux de balance des paiements pour 97,3 milliards en 2005) a été renforcée (de 31,1 milliards) par l'appréciation des investissements directs libellés en devises, ainsi que par d'autres variations liées principalement aux différences entre valeur comptable (unité de mesure du stock) et valeur de marché (dans laquelle les flux sont exprimés).

Le stock 2005 se décompose comme suit (en milliards d'euros et en pourcentage du total) :

• capitaux propres (hors investissements immobiliers) :	479,5	(64,1 %)
• prêts et placements entre affiliés :	255,2	(34,1 %)
• investissements immobiliers :	13,1	(1,8 %)
	<u>747,9</u>	<u>(100,0 %)</u>

#### Estimation du stock à fin 2006

Compte tenu du délai nécessaire à l'établissement et au traitement des documents comptables arrêtés au 31 décembre 2006, les stocks définitifs à fin 2006 ne seront pas disponibles avant mai 2008. On peut observer cependant que l'année 2006 s'est traduite à la fois par le maintien à un haut niveau des flux d'investissements directs français à l'étranger (91,7 milliards en 2006, après 97,3 milliards en 2005) et par une dépréciation des principales devises (et notamment du dollar américain) vis-à-vis de l'euro (dont l'impact sur les stocks est évalué à - 22,6 milliards). Ces deux éléments permettent d'estimer la valeur comptable du stock d'investissements directs français à l'étranger à environ 817 milliards à la fin de l'année 2006 (soit une progression de 9 %). Une estimation des stocks d'investissements directs en valeur de marché à fin 2006 sera publiée dans le Bulletin de la Banque de France de juin 2007 dans le cadre d'un article consacré à la balance des paiements et à la position extérieure de la France.

## 2 | ... tandis que les stocks d'investissements directs étrangers en France progressent de près de 13 % ...

A fin 2005, le stock d'investissements directs étrangers en France en valeur comptable s'élevait à 532,3 milliards d'euros (contre 471,2 milliards à fin 2004), soit une progression de près de 13 % (correspondant à 61,1 milliards). Cette augmentation reflète largement les flux d'investissements de 65,2 milliards que la France a attirés en 2005.

L'impact de l'appréciation de l'euro est évidemment bien plus faible que dans le cas des investissements français à l'étranger. Les investissements en capitaux propres effectués en France par des entreprises non résidentes sont en effet réalisés en euros et ne sont donc pas affectés par les variations de change. De plus, la part des emprunts en devises des filiales résidentes est faible et nettement inférieure à celle des sociétés non résidentes. Au total, l'effet de l'appréciation des engagements exprimés en devises sur le stock d'investissements étrangers en France est limité à 2,6 milliards.

### ENCADRÉ 2

#### Stock d'investissements directs étrangers en France au 31 décembre 2005

Le stock d'investissements directs étrangers en France est évalué à partir des données comptables des entreprises résidentes collectées par la Banque de France (Direction des Entreprises pour le secteur industriel et commercial et Secrétariat général de la Commission bancaire pour le secteur bancaire et financier) et par le Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie (Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles pour le secteur des assurances).

Selon ces sources, le stock d'investissements directs étrangers en France s'établit à fin 2005 à 532,3 milliards d'euros en valeur comptable, contre 471,2 milliards à fin 2004. Cette augmentation de 61,1 milliards reflète principalement les nouveaux investissements étrangers en France enregistrés dans les flux de balance des paiements (+ 65,2 milliards).

Le stock 2005 se décompose de la façon suivante (en milliards d'euros et en pourcentage du total) :

• capitaux propres (hors investissements immobiliers) :	263,7	(49,5 %)
• prêts et placements entre affiliés :	211,2	(39,7 %)
• investissements immobiliers :	57,4	(10,8 %)
	532,3	(100,0 %)

#### Estimation du stock à fin 2006

Compte tenu du délai nécessaire à l'établissement et au traitement des documents comptables arrêtés au 31 décembre 2006, les stocks définitifs à fin 2006 ne seront pas disponibles avant mai 2008. Il est toutefois possible de fournir d'ores et déjà une première estimation du stock à la fin de l'année dernière. Les flux d'investissements directs étrangers en France en 2006 se sont maintenus au niveau élevé atteint en 2005, soit 64,6 milliards, contre 65,2 milliards en 2005. Sous l'effet de ces flux et de la dépréciation des dettes libellées en devises, et plus particulièrement en dollars, des entreprises résidentes auprès de leurs affiliés étrangers (- 2,4 milliards), la valeur comptable du stock d'investissements directs étrangers en France devrait s'établir à un peu moins de 595 milliards à fin 2006 (soit une progression de près de 12 %). Une estimation de la valeur de marché des stocks d'investissements directs étrangers en France à fin 2006 sera publiée dans le Bulletin de la Banque de France de juin 2007 dans le cadre d'un article consacré à la Balance des paiements et à la position extérieure de la France.

### 3 | ... ce qui se traduit par une forte progression de la position nette en valeur comptable pour les investissements directs

La position nette d'investissements directs de la France avec l'étranger à fin 2005 s'élevait à 215,6 milliards d'euros en valeur comptable, soit 12,6 % du PIB. Elle a progressé de 44 % par rapport à fin 2004, date à laquelle elle atteignait 149,5 milliards (soit 9,0 % du PIB). Le tableau ci-dessous présente les évolutions de la position nette et de ses composantes.

**Position nette en valeur comptable des investissements directs et de ses composantes en 2004 et 2005**

(en milliards d'euros)

	<b>Stocks 2004</b>	<b>Flux 2005</b>	<b>Dont bénéfices réinvestis</b>	<b>Variations dues au change</b>	<b>Autres variations (a)</b>	<b>Stocks 2005</b>
<b>Investissements directs français à l'étranger</b>	<b>620,7</b>	<b>+ 97,3</b>	<b>+ 18,0</b>	<b>+ 31,1</b>	<b>- 1,2</b>	<b>747,9</b>
Capitaux propres et investissements immobiliers	418,1	+ 45,5	+ 18,0	+ 24,7	+ 4,4	492,7
Prêts et placements entre affiliés	202,6	+ 51,7	—	+ 6,4	- 5,5	255,2
<b>Investissements directs étrangers en France</b>	<b>471,2</b>	<b>+ 65,2</b>	<b>+ 12,2</b>	<b>+ 2,6</b>	<b>- 6,7</b>	<b>532,3</b>
Capitaux propres et investissements immobiliers	295,2	+ 29,9	+ 12,2	—	- 4,0	321,1
Prêts et placements entre affiliés	176,0	+ 35,3	—	+ 2,6	- 2,7	211,2
<b>Position nette en investissements directs</b>	<b>149,5</b>	<b>+ 32,1</b>	<b>+ 5,8</b>	<b>+ 28,5</b>	<b>+ 5,5</b>	<b>215,6</b>
Capitaux propres et investissements immobiliers	122,9	+ 15,6	+ 5,8	+ 24,7	+ 8,4	171,6
Prêts et placements entre affiliés	26,6	+ 16,4	—	+ 3,8	- 2,8	44,0

(a) Ces variations regroupent l'ensemble des évolutions de la position qui ne sont dues ni aux flux d'investissements directs, ni aux variations de taux de change. Le stock 2005 est ainsi égal au stock 2004 auquel on ajoute les flux de 2005, les variations dues au change et les autres variations.

Source : Banque de France

# Les modèles DSGE

## Leur intérêt pour les banques centrales

---

**Sanvi AVOUYI-DOVI, Julien MATHERON**

*Direction de la Recherche*

*Service de Recherche en économie et finance*

**Patrick FÈVE**

*Université de Toulouse I (GREMAQ), IDEI*

*et Direction de la Recherche*

*Service de Recherche en économie et finance*

*Sous l'impulsion des travaux de la Cowles Commission et de l'Université de Pennsylvanie réalisés au début des années cinquante, les modèles macro-économétriques s'étaient d'abord révélés comme des outils exceptionnels d'aide à la décision. L'une des ambitions de ses promoteurs était de s'en servir pour mieux maîtriser la description des mécanismes sous-jacents à l'activité économique dans son ensemble. Ceci devait leur permettre, entre autres, de réaliser par la suite des prévisions ou des exercices de simulations plus complexes que ceux menés jusqu'alors.*

*Des critiques de ces outils sont toutefois apparues dans le courant des années soixante-dix, faisant apparaître qu'ils n'avaient pas toutes les qualités qu'on leur prêtait. Les macroéconomistes ont alors proposé différentes approches afin de prendre en compte ces critiques. Les modèles dynamiques et stochastiques d'équilibre général (DSGE) constituent une étape très importante dans cette démarche.*

*Soucieuses de se doter d'outils d'aide à la décision robustes et précis, les banques centrales ont accompagné les évolutions de la modélisation macro-économétrique. Elles ont été à l'origine de certains développements et participent aujourd'hui très activement à la mise en œuvre des modèles DSGE. Ces derniers sont aujourd'hui des outils indispensables pour l'analyse macroéconomique et l'évaluation des politiques économiques et sont de plus en plus utilisés pour la prévision macroéconomique.*

*L'article propose un bref aperçu de l'histoire récente de la modélisation macro-économétrique en faisant ressortir les mérites des différentes approches. Il fait le point sur l'apport des DSGE notamment dans le cadre de l'évaluation de la politique monétaire.*

Mots clés : Modèles d'équilibre général, politique monétaire

Codes JEL : E32, E31

## I | Le développement historique des DSGE

L'enthousiasme suscité par les modèles macro-économétriques a fait place, à partir de la fin des années soixante-six, à des interrogations et à des critiques. Ces controverses ont eu des effets bénéfiques dans la mesure où elles ont conduit à des améliorations substantielles des performances de ces outils. Cette première partie propose un bref aperçu de l'historique des modèles macro-économétriques en insistant sur leurs avancées.

### II | La critique des modèles macroéconomiques traditionnels

La synthèse néo-classique (combinaison du schéma keynésien de court terme et de la théorie de la croissance), jointe aux progrès de l'économétrie, de la statistique et de l'informatique, a suscité l'apparition de modèles macro-économétriques de grande taille dans les pays développés<sup>1</sup>. De fait, dans les années soixante/soixante-dix, l'analyse macroéconomique appliquée s'appuyait souvent sur une utilisation intensive de ces outils, couplant des représentations de l'offre et de demande agrégées à une courbe de Phillips.

Des maquettes de plus en plus détaillées ont ainsi été développées (multisectorielles, multinationales, etc.). Toutefois, l'analyse de leurs performances, notamment de leur capacité à fournir des prévisions ou à décrire certains phénomènes, a conduit à un certain désenchantement tant des constructeurs que des utilisateurs. Cette évolution a eu pour conséquence leur moindre utilisation voire leur abandon progressif dans les milieux académiques et, dans une moindre mesure, dans les institutions ou organismes spécialisés.

#### Des critiques empiriques

La première critique a été motivée par l'apparition, vers la fin des années soixante-dix, du phénomène de *stagflation*, c'est-à-dire la coexistence d'un chômage et d'une inflation élevés. Ce phénomène est difficilement réconciliable avec la courbe de Phillips qui suggère l'existence d'un arbitrage entre inflation et chômage à plus ou moins court terme. Il a donc fallu admettre que

la courbe de Phillips n'était pas stable dans le temps, ce que les modèles macroéconomiques traditionnels étaient mal armés pour prendre en compte.

Une autre critique empirique importante, développée par Sims (1980), met en cause la pratique qui impose le caractère exogène de certaines variables intervenant dans la résolution des modèles macroéconomiques traditionnels (*i.e.* ces variables sont déterminées « à l'extérieur » du modèle). Cette hypothèse n'est pas toujours satisfaisante d'un point de vue théorique et peut même apparaître *ad hoc*.

#### Une critique théorique

La seconde critique, due à Lucas (1976), est d'ordre théorique et s'attaque à l'usage des modèles pour analyser l'impact de la politique économique. En effet, les modèles traditionnels contiennent des équations de comportement qui relient les variables d'intérêt à des facteurs explicatifs, dont des variables de politique économique. L'un des emplois des modèles consiste ainsi à étudier l'impact d'une modification de la politique économique sur les variables d'intérêt, toutes choses égales par ailleurs. Lucas critique cette utilisation car si les agents privés avaient des comportements dynamiques d'optimisation et exploitaient rationnellement l'information disponible, ils devraient, suite à l'annonce d'une décision de la politique économique, modifier leur comportement pourtant supposé invariant (cf. encadré).

#### Une critique pratique

À côté de ces critiques fondamentales, on peut mentionner :

- les problèmes de gestion des modèles de grande taille qui nécessitent, en général, la mobilisation d'une équipe à effectif important ;
- les difficultés d'actualisation des équations qui se traduisent souvent par le maintien d'équations obsolètes.

#### La méthodologie de l'équilibre général dynamique

Pour échapper à la critique de Lucas, il est possible de construire des modèles dans lesquels les équations résultent d'objectifs microéconomiques que les

1 L. Klein est considéré comme le créateur du premier modèle macro-économétrique des temps modernes (Goldberger et alii, 1955).



## ENCADRÉ

**Une illustration de la critique de Lucas (1976)**

Considérons un modèle linéaire avec anticipations rationnelles à une variable endogène ( $y(t)$ ) et une variable exogène ( $x(t)$ ), représentant le facteur de politique économique. C'est ce type de modèles, très simples, que l'on retient couramment dans les manuels de macroéconomie pour étudier les solutions des modèles linéaires avec anticipations rationnelles (voir par exemple Blanchard et Fisher, 1989). La variable endogène est une fonction linéaire de sa valeur anticipée en  $t$  pour  $t+1$  et de la variable exogène :

$$y(t) = aE[y(t+1)|\Omega(t)] + bx(t)$$

avec  $|a| < 1$  et  $b \neq 0$ .  $E[\cdot|\Omega(t)]$  désigne l'opérateur espérance conditionnelle à l'ensemble,  $\Omega(t)$ , des informations disponibles à la date  $t$ .

Dans la mesure où la variable de politique économique est supposée exogène, la condition  $|a| < 1$  implique que ce modèle avec anticipations rationnelles est « déterminé » : la solution stationnaire du modèle est alors obtenue par itérations prospectives. La variable exogène  $x(t)$  suit une règle exogène pouvant prendre par exemple la forme :

$$x(t) = \rho x(t-1) + e(t) \text{ avec } e(t) \text{ iid}(0, \sigma)$$

avec  $|\rho| < 1$  ;  $e(t)$  est un bruit blanc et  $\sigma > 0$ . Nous retenons ici un processus autorégressif d'ordre un à des fins de simplicité. La partie dite « règle » de  $x(t)$  concerne la valeur de  $\rho$ , c'est-à-dire la propriété de persistance. La partie dite « discrétion » est représentée par la variable aléatoire  $e(t)$ . La solution prospective est donnée par la formule :

$$y(t) = \lim_{T \rightarrow \infty} \sum_{i=0}^T a^i E[x(t+i)|\Omega(t)] + \lim_{T \rightarrow \infty} a^T E[y(t+T)|\Omega(t)]$$

En éliminant le dernier terme, on obtient la solution fondamentale :

$$y(t) = \sum_{i=0}^{\infty} a^i E[x(t+i)|\Omega(t)]$$

Finalement, en utilisant la règle, on peut déterminer la forme réduite (la solution), qui exprime l'endogène en fonction de l'exogène :

$$y(t) = \varphi(a, b, \rho)x(t)$$

où le paramètre de la forme réduite est donné par :

$$\varphi(a, b, \rho) = \frac{b}{1 - a\rho}$$

Cette forme réduite signifie que la variable endogène  $y(t)$  est une fonction linéaire de la variable exogène. Cette solution montre que, lorsque le paramètre de politique économique  $\rho$  change, le paramètre  $\varphi(a, b, \rho)$  de la forme réduite varie également. En effet, le multiplicateur instantané à un choc non anticipé  $e(t)$  est donné par :

$$\frac{\partial y(t)}{\partial e(t)} = \frac{b}{1 - a\rho}$$

Ce multiplicateur dépend de la forme de la politique économique, c'est-à-dire de la valeur de  $\rho$ .

L'absence d'invariance du paramètre de la forme réduite est une illustration de la critique de Lucas.

agents visent à atteindre tout en étant soumis à des contraintes. Ainsi, une mesure de politique économique peut modifier les contraintes et, par conséquent, les décisions des agents. C'est la méthodologie de l'équilibre général dynamique ou la *discipline de l'équilibre général*, pour paraphraser Kehoe et Prescott (1994). Dans celle-ci, le système économique résulte de l'interaction entre des agents dont les objectifs et les contraintes sont modélisés et interprétés au moyen d'outils empruntés à la théorie microéconomique.

C'est la voie de recherche que suggèrent Lucas (1976) et Lucas et Sargent (1979). C'est aussi le point de rupture le plus tranché entre la recherche académique et la pratique macro-économétrique adoptée, en général, dans les institutions économiques <sup>2</sup>.

## I | 2 Les modèles du « cycle réel »

Lucas (1987) présente les modèles du « cycle réel » comme la meilleure illustration quantitative de ses recommandations méthodologiques. Toutefois, ces modèles n'ont pas immédiatement fait l'unanimité.

### Un changement de perspective provocateur

Lorsque la théorie du cycle réel fut d'abord formulée, les fluctuations conjoncturelles étaient perçues comme révélatrices d'inefficacité dans le système économique. Leur existence justifiait l'intervention de l'État par le jeu de politiques de stabilisation. En exploitant la méthodologie définie par Lucas (1976, 1977), Kydland et Prescott (1982) et Long et Plosser (1983) ont contribué à modifier la façon dont les économistes se représentent aujourd'hui les fluctuations conjoncturelles. Ces auteurs proposent d'interpréter ces fluctuations comme la réponse *optimale* des agents à des chocs réels exogènes. C'est la théorie du cycle économique réel (ou *Real Business Cycle Theory*, RBC). Les premiers travaux du courant RBC décrivaient l'économie américaine à l'aide de petits modèles

d'équilibre général dynamique en concurrence pure et parfaite dans lesquels les chocs de productivité expliquaient l'essentiel des fluctuations <sup>3</sup>. Dans ce cadre correspondant à une version stochastique <sup>4</sup> du modèle de croissance néo-classique, la croissance de long terme et les fluctuations ne peuvent pas être examinées comme des phénomènes distincts.

L'absence de distorsions dans l'économie constituait alors un point de départ naturel, l'idée étant d'évaluer dans un premier temps les performances d'un modèle d'équilibre général sous cette hypothèse simplificatrice. En revanche, le primat des chocs technologiques constituait un résultat provocateur qui allait contre le sens commun, ce dernier attribuant un rôle déterminant aux chocs de demande et aux chocs monétaires dans l'explication du cycle économique.

Par ailleurs, la relative spécialisation, la petite taille et le haut niveau d'abstraction des modèles RBC et certaines de leurs caractéristiques importantes ne les prédisposent pas à répondre à toutes les questions d'intérêt. En fait, ils permettent de répondre à des questions précises :

- Prescott (1986) cherche à mesurer par cette approche la fraction des fluctuations agrégées qui peut être attribuée aux conséquences des chocs technologiques ;
- McGrattan (1994) se demande dans ce cadre dans quelle mesure la variabilité des taxes permet de rationaliser la faible corrélation entre le salaire réel et la productivité au cours du cycle économique.

### Une théorie critiquée

En dépit de sa cohérence interne et de ses premiers succès empiriques, la théorie du cycle réel a été sévèrement critiquée sous deux angles principaux.

D'un point de vue théorique, le courant du cycle économique réel a été critiqué pour son recours aux hypothèses de concurrence pure

<sup>2</sup> Taylor (2007) explique plus en détail les raisons de l'accueil mitigé que les économistes de banque centrale ont réservé à la critique de Lucas. En particulier, il suggère qu'un grand nombre d'entre eux ont interprété la critique de Lucas (1976) comme invalidant toutes les tentatives d'évaluation de la politique économique.

<sup>3</sup> Dans cette représentation simplifiée de l'économie, un seul bien final homogène est produit par les entreprises. Celles-ci prennent leur prix et ceux des facteurs de production comme donnés. Ces facteurs, le travail et le capital physique, sont combinés dans une fonction de production qui subit des chocs technologiques affectant la productivité. Les entreprises choisissent ces facteurs de façon à maximiser leurs profits. Les ménages cherchent à maximiser leur bien-être sous la contrainte de leurs ressources, en choisissant de façon optimale leur consommation et leur demande de loisir, présentes et futures. Les différents agents ont des anticipations rationnelles. Ils connaissent donc la structure de l'économie ainsi que les propriétés de distribution des chocs. Sous ces hypothèses, les prévisions subjectives coïncident avec les meilleures prévisions possibles compte tenu de la structure du modèle. La solution des problèmes des agents privés donne des règles de décision dont l'agrégation conduit à l'évolution dynamique des variables macroéconomiques (consommation, investissement, emploi, etc.).

<sup>4</sup> Il s'agit d'une version de ce modèle où l'on intègre des chocs aléatoires.

et parfaite et d'anticipations rationnelles. Si le système économique est bien caractérisé par ces deux propriétés, alors la politique monétaire ne devrait avoir aucun effet sur les variables « réelles » (notamment la production), la politique fiscale (notamment les *stabilisateurs automatiques*) serait essentiellement néfaste et, pour paraphraser Prescott (1986), « les coûteux efforts de stabilisation sont probablement contre-productifs ». De telles implications expliquent pourquoi la théorie du cycle réel est longtemps restée confinée aux cercles académiques. Summers (1986) en propose une analyse critique en prenant les hypothèses de la théorie pour argent comptant. Une autre critique théorique porte sur les niveaux estimés des élasticités dans les modèles RBC : pour reproduire l'amplitude des fluctuations des heures travaillées, on suppose généralement une très grande élasticité de l'offre de travail, difficilement conciliable avec les résultats des études microéconomiques.

L'approche RBC a également été critiquée au plan empirique. En effet, bien qu'ils parviennent à reproduire de façon satisfaisante les propriétés des composantes cycliques de certaines variables macroéconomiques, les modèles RBC — au moins ceux de la première génération — sont incapables de reproduire des fluctuations réalistes des heures travaillées et du salaire réel. En particulier, les modèles RBC les plus simples :

- peinent à reproduire une composante cyclique des heures travaillées aussi volatile que celle de la production ;
- et conduisent à un salaire réel fortement procyclique, en contradiction avec les observations empiriques <sup>5</sup>.

En général, ces critiques ont été entendues, et parfois devancées. Cela a entraîné le développement de modèles de plus en plus sophistiqués mais également plus réalistes. De ce fait, l'apport méthodologique de cette approche, admis par la majorité de macroéconomistes, est indéniable. C'est pour cela que certains ont pu y voir l'émergence d'une nouvelle synthèse néo-classique.

## 2| L'émergence d'une nouvelle synthèse néo-classique

Ainsi, les modèles macroéconomiques utilisés de nos jours incorporent les principaux éléments théoriques du courant des cycles réels et de manière plus générale, les avancées théoriques, méthodologiques et empiriques des vingt dernières années. Au cours de cette période, le sigle RBC disparaît progressivement au profit de celui de DSGE (*Dynamic Stochastic General Equilibrium*). Dans cette section, à la suite de Goodfriend et King (1997), le rapprochement entre la méthodologie de l'équilibre général dynamique et les développements de la nouvelle économie keynésienne est interprété comme la cheville ouvrière de la nouvelle synthèse néo-classique.

### 2| I Des représentations théoriques de plus en plus sophistiquées

Au cours des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, parallèlement au développement des modèles RBC ou dans leur prolongement, de nombreux mécanismes théoriques sont explorés afin d'améliorer l'adéquation des modèles d'équilibre général aux données. Les principales avancées sont ici passées en revue <sup>6</sup>.

#### Le retour de la monnaie

L'une des raisons fondamentales du rejet de l'approche RBC, particulièrement dans les banques centrales, est l'absence de rôle de la monnaie dans cette théorie. Cette appréciation négative est partiellement erronée. En effet, dans les années quatre-vingt, des travaux cherchent à trouver un fondement aux liens entre la sphère réelle et la sphère nominale, en particulier celui entre les variations cycliques de la monnaie et de l'activité. Les premières études évaluent l'importance des chocs monétaires dans des économies où la monnaie est détenue pour un motif de transaction (Cooley et Hansen, 1989). Les résultats de ces travaux débouchent, en général, sur une contribution insignifiante de ces chocs aux fluctuations de l'activité.

5 À ces limites s'ajoutent deux problèmes :

- des études empiriques fines sur les mesures du résidu de Solow suggèrent que celui-ci est beaucoup plus faible que Prescott (1986) ne l'indique, comme le suggèrent Burnside et alii, 1995 ;
- les modèles RBC éprouvent des difficultés à reproduire les propriétés de persistance des séries macroéconomiques (Cogley et Nason, 1995).

6 Cooley (1995), et, King et Rebelo (1999) fournissent un panorama détaillé des développements et raffinements de la théorie du cycle réel.

Face à ces résultats, certains auteurs ont proposé d'analyser la corrélation entre monnaie et production comme le résultat des variations endogènes de la monnaie en réponse à d'autres chocs (King et Plosser, 1984, Kydland et Freeman, 2000). Les variations des encaisses nominales reflètent alors les fluctuations cycliques de la création endogène de monnaie par le secteur bancaire.

En dépit de ces efforts, deux problèmes demeurent :

- les modèles RBC avec prise en compte de la monnaie ne parviennent pas à reproduire les variations cycliques des taux d'intérêt réels et nominaux (volatilité, persistance). Un mécanisme théorique semble alors manquer au modèle de base (King et Watson, 1996) ;
- ces modèles prédisent un accroissement du taux d'intérêt nominal à la suite d'un choc expansionniste sur la masse monétaire. Or, les études empiriques montrent le contraire (effet liquidité) <sup>7</sup>.

D'autres modèles théoriques ont été développés pour répondre à ces problèmes (Christiano, 1991, Christiano et Eichenbaum, 1995 — à la suite des travaux théoriques de Lucas, 1990). Ces modèles, dits de *participation limitée*, mettent particulièrement l'accent sur des imperfections financières et la capacité limitée des agents à ajuster leurs portefeuilles de titres.

### Les rigidités sur le marché du travail

Les modèles d'équilibre général dynamique de la première génération souffrent d'un manque de propriétés d'amplification et de propagation des chocs. Pour certains auteurs, cette faiblesse résulterait de la modélisation très pauvre du marché du travail dans cette approche.

De nombreux auteurs ont alors cherché à introduire des « frictions » sur le marché du travail, par exemple en introduisant des limites à la capacité des agents privés, ménages et entreprises, à modifier instantanément la répartition des heures entre travail et loisir (coûts d'ajustement de l'intrant travail, hypothèse de

rétenction de la main-d'œuvre <sup>8</sup>). Sous l'hypothèse de rétenction de main-d'œuvre, par exemple, les entreprises sont supposées faire leurs choix relatifs à l'intrant travail avant d'avoir pu observer les chocs qui frappent l'économie. En réponse à ces derniers, elles peuvent faire varier l'effort des salariés mais doivent attendre quelques périodes avant de réajuster l'emploi à son niveau désiré. Ces mécanismes, permettant de propager les effets des chocs dans le temps, contribuent à générer une plus forte persistance des agrégats macroéconomiques.

D'autres pistes ont consisté à supposer que le salaire ne correspond pas à la productivité marginale du travail, (hypothèse de salaire d'efficacité, Danthine et Donaldson, 1990, Gomme, 1999, Alexopoulos, 2004). Ce mécanisme peut contribuer à propager les effets des chocs (Collard et Delacroix, 2000). Des résultats similaires peuvent être obtenus en introduisant des frictions d'appariement dans les modèles d'équilibre général (Mortensen et Pissarides, 1994, Andolfatto, 1996, Merz, 1995, den Haan, Ramey et Watson, 2000).

### La concurrence imparfaite sur les autres marchés

Des études empiriques suggèrent que le marché des biens n'est pas parfaitement concurrentiel et font apparaître l'existence de comportement de marge (Hall, 1986, Basu et Fernald, 1997). Ces résultats ont conduit à développer des modèles de cycle dans lesquels la concurrence pure et parfaite est remplacée par l'hypothèse de concurrence monopolistique. Sous cette hypothèse, Hornstein (1993) montre que les chocs de productivité ont des effets amoindris, d'autres chocs jouent alors un rôle non négligeable dans l'explication du cycle économique <sup>9</sup>. Rotemberg et Woodford (1992, 1995) montrent que cette hypothèse permet de mieux comprendre la réaction des variables macroéconomiques aux chocs de dépenses publiques <sup>10</sup>.

La recherche s'est également intéressée aux frictions sur les marchés financiers (Carlstrom et Fuerst, 1997, Bernanke *et alii*, 1999). Dans ce cadre, des entrepreneurs développent des projets d'investissement mais sont contraints par leur richesse. Ils recourent alors au crédit pour financer leurs projets. Le succès de ces

<sup>7</sup> Cf. Christiano et alii (1999) pour un survol complet de cette littérature empirique

<sup>8</sup> Cf. Burnside et Eichenbaum (1996), Burnside, Eichenbaum et Rebelo (1993)

<sup>9</sup> On note également que, en présence de concurrence monopolistique, le résidu de Solow est une mesure biaisée de la productivité totale des facteurs, ce qui invalide en partie la méthodologie de Prescott (1986). Il faut souligner ici que s'il existe un effort variable ou un taux variable d'utilisation des capacités de production, le résidu de Solow naïf est aussi biaisé. Cf. Burnside et alii (1993, 1995) pour de plus amples détails

<sup>10</sup> Une importante littérature, résumée par Rotemberg et Woodford (1999), analyse l'évolution dynamique des taux de marge.

projets est imparfaitement observable, ce qui conduit l'offre de crédit à dévier de son niveau optimal. Les variations endogènes de l'offre de crédit sont ainsi un puissant mécanisme d'amplification et de propagation des chocs.

## 2|2 Les développements de la nouvelle synthèse néo-classique

La conséquence immédiate des raffinements théoriques précédents est que si les fluctuations continuent d'être interprétées comme la réponse d'équilibre des agents privés aux différents chocs, elles ne peuvent plus être perçues comme une réponse optimale. Ce glissement théorique rend l'étude des modèles d'équilibre général plus perméable aux développements de la nouvelle économie keynésienne dont l'évolution se fait parallèlement à celle des modèles RBC. C'est dans cette perspective qu'une tentative d'introduction des mécanismes de viscosité des prix dans les modèles DSGE a été opérée.

### Les rigidités nominales

Au cours des années quatre-vingt-dix, plusieurs articles montrent comment intégrer des rigidités nominales dans des cadres d'équilibre général dynamique (Hairault et Portier, 1993 ; Yun, 1996 ; King et Wolman, 1996). Comme dans la littérature de la nouvelle économie keynésienne, l'accent est d'abord mis sur les rigidités nominales de prix. Ces modèles, partageant les mêmes éléments fondateurs, sont essentiellement des versions en concurrence monopolistique du modèle de croissance néo-classique. Dans ce cadre, les producteurs en concurrence monopolistique ne peuvent pas modifier leurs prix à loisir, car ils subissent des coûts d'ajustements ou refusent de le faire à chaque période, par exemple pour préserver des relations de clientèle. Ces rigidités nominales permettent de rationaliser des effets éventuellement persistants des chocs monétaires.

Dans la foulée de ces développements émerge une vaste littérature sur ce qu'on appelle maintenant la nouvelle courbe de Phillips. Galí et Gertler (1999) montrent que dans le cadre d'une version modifiée du modèle de King et Wolman (1996), l'équation régissant le comportement dynamique de l'inflation est une version prospective de la courbe de Phillips qui relie l'inflation à sa valeur passée, à sa valeur future et au

coût marginal réel. Les estimations économétriques des modèles à prix visqueux ou de la nouvelle courbe de Phillips prises isolément aboutissent néanmoins aux mêmes conclusions : il faut supposer un degré de rigidité nominale parfaitement invraisemblable pour reproduire les propriétés de persistance de l'inflation (Bils et Klenow, 2004 ; Dhyne *et alii*, 2006). Sur la base de ces résultats, Chari *et alii* (2000) suggèrent l'abandon pur et simple de ces modèles mais ce n'est pas la voie prise par la littérature.

### La combinaison des rigidités nominales et réelles

Face à ce problème, la littérature a revisité les résultats théoriques de Ball et Romer (1990) qui plaident alors pour la combinaison de rigidités nominales et réelles, en particulier, sur le marché du travail. Deux directions sont prises pour améliorer les modèles :

- des travaux, résumés par Woodford (2003), cherchent à justifier la faible pente de la courbe de Phillips sans faire l'hypothèse de fortes rigidités nominales. Woodford insiste sur la notion de *complémentarités stratégiques* : le choix de prix d'une entreprise dépend positivement des décisions prises par ses concurrents. Face à un choc qui la pousse à réviser son prix à la hausse, elle est tentée de ne le faire que partiellement si elle craint que ses concurrents n'augmentent pas les leurs. À l'équilibre, tous les producteurs en concurrence monopolistique finissent par adopter de faibles variations de leur prix, ce qui tend à rendre l'inflation insensible aux mouvements du coût marginal réel ;
- une autre série de travaux explique la persistance du coût marginal réel (Dotsey et King, 2001, Christiano *et alii*, 2005). Dans ce cas, les mécanismes les plus fréquemment retenus portent sur l'hypothèse d'un taux d'utilisation du capital variable et la présence de salaires nominaux visqueux. Lorsqu'il varie dans le temps, le taux d'utilisation absorbe une partie des chocs qui accroissent la demande de capital. Ceci débouche sur une variation modeste du prix du capital donc du coût marginal réel. L'hypothèse de salaires nominaux visqueux fonctionne dans le même sens. Si les prix et les salaires nominaux sont visqueux, le salaire réel devient moins sensible aux chocs. Ceci se traduit par un coût marginal réel également inerte.

Ces avancées constituent un pont entre les anciens résultats de la nouvelle économie keynésienne, qui



prônait ce type de combinaison, et les modèles de la nouvelle synthèse néo-classique.

### Les modèles de la dernière génération

Les modèles de la dernière génération sont des maquettes de taille moyenne qui incorporent pratiquement la totalité des développements théoriques présentés ci-dessus. Les deux exemples les plus cités sont les modèles développés par Christiano *et alii* (2005) et Christiano *et alii* (2003). Ceux-ci font suite aux travaux de Kim (1997) et de Leeper et Sims (1994).

Ces modèles incorporent de nombreux mécanismes théoriques, plusieurs chocs et permettent en général une adéquation acceptable aux données. De ce fait, ils ont convaincu de nombreux analystes qui les ont adaptés à leurs besoins, favorisant un retour à une méthodologie scientifique unifiée.

## 3 | Les banques centrales et les modèles DSGE

La panoplie des documents de travail disponibles sur les sites des principales banques centrales, notamment celles du G 7 (BCE, Deutsche Bundesbank, Banca d'Italia, Bank of England, Banque de France, Board of Governors of the Federal Reserve, Banque du Canada et Banque du Japon) et l'abondance des articles publiés par les économistes de ces établissements dans des revues internes ou académiques illustrent l'intérêt porté par les banques centrales aux modèles DSGE.

### 3 | I Bref aperçu sur les besoins des banques centrales en termes de modélisation

Il s'agit ici de faire le point sur les éléments objectifs qui font des modèles DSGE des instruments fiables et robustes d'analyse de politique économique, notamment de la politique monétaire.

#### La critique de Lucas, une fois encore

Dans les principales institutions publiques, nationales ou internationales, un principe de précaution ou de prudence incite souvent les responsables

des départements d'études ou de la recherche à ne pas adopter trop rapidement les révolutions méthodologiques. C'est, sans doute, cette prudence qui a poussé les banques centrales à accueillir avec une relative fraîcheur la critique de Lucas (1976). Une raison supplémentaire réside dans la faible performance empirique des premiers modèles compatibles avec le programme lancé par Lucas (1976) et Lucas et Sargent (1979).

En effet, le diagnostic économique doit pouvoir s'appuyer sur des modèles au moins capables de reproduire assez fidèlement les trajectoires historiques des variables d'intérêt. Les modèles affichant une telle propriété permettent *a priori* d'obtenir les meilleures analyses et interprétations des trajectoires futures ou de certains phénomènes, toutes choses égales par ailleurs.

Les modèles de la dernière génération sont compatibles avec la critique de Lucas (1976). En outre, ils offrent des ajustements de qualité aux données. La BCE, par exemple, s'appuie sur une version augmentée du modèle de Christiano *et alii* (2005), développée par Smets et Wouters (2003), pour certaines analyses macroéconomiques ou l'examen du comportement de certains agents dont la banque centrale. Deux exemples récents sont les travaux de Smets et Wouters (2004 et 2005). Dans le premier, les auteurs évaluent les capacités prédictives d'un modèle DSGE de taille moyenne dans lequel, par construction, différents scénarios de politiques monétaires conduisent à des modifications des règles de décision des agents privés. Dans le second article, les auteurs utilisent une maquette similaire pour caractériser les différences structurelles entre la zone euro et les États-Unis, contribuant ainsi à l'affinement du diagnostic de politique économique.

On peut également noter que la banque centrale de Finlande, par exemple, a construit un modèle DSGE dans le cadre d'une petite économie ouverte (le modèle AINO) dont elle se sert pour réaliser un certain nombre d'analyses économiques et des prévisions.

#### Le développement de méthodes d'estimation sophistiquées

Parallèlement aux développements théoriques qui ont présidé à l'avènement des modèles de la dernière génération, la décennie passée a été le témoin d'avancées économétriques remarquables.

Les économistes disposent aujourd'hui d'une grande variété de techniques quantitatives permettant d'estimer et de tester les modèles DSGE. En outre, grâce aux progrès réalisés dans la connaissance et la maîtrise des méthodes de résolution numérique, indispensable pour la manipulation des modèles, on peut maintenant évaluer et estimer des modèles de taille relativement grande <sup>11</sup>.

En particulier, on peut envisager de mettre en œuvre et d'utiliser ces modèles pour prévoir les trajectoires futures des variables d'intérêt conditionnellement à des scénarios de politique économique alternatifs. Toutefois, la construction et la simulation de ce type de modèles demeure une entreprise ardue.

Dans la mesure où ces exercices sont, par construction, robustes à la critique de Lucas (1976) et imposent une cohérence *ex ante* aux variantes de politiques économiques, les modèles DSGE apparaissent comme des outils précieux d'analyse, notamment pour les décideurs de politiques économiques.

### L'évaluation des politiques économiques

Les modèles DSGE incorporent par nature un critère d'évaluation des politiques, le critère du bien-être, qui découle de la spécification des préférences des agents. En effet, les ménages par exemple sont supposés capables de classer différentes trajectoires de consommation et d'offre de travail. Selon la critique de Lucas (1976), ces trajectoires sont susceptibles d'être affectées par des changements de politique économique. En utilisant ce critère, il devient donc possible de classer différentes options de politique économique et d'éventuellement déterminer celle qui serait préférée par les agents <sup>12</sup>. Par exemple, Coenen *et alii* (2007) évaluent le classement de différentes options fiscales dans la zone euro à partir d'un modèle de la zone euro. L'intérêt de ce modèle est qu'il prend en compte des agents dont la capacité à s'engager sur les marchés financiers est limitée voire nulle.

## 3 | 2 La politique monétaire dans les DSGE

La partie précédente montre que les modèles DSGE présentent des garanties raisonnables au regard des normes en vigueur tant au niveau de l'analyse économique qu'à celui des méthodes d'évaluation. Il convient maintenant d'apprécier plus concrètement l'apport de ces modèles dans l'analyse de la politique monétaire.

### Analyse historique positive

Une utilisation des maquettes DSGE est l'analyse historique positive et contrefactuelle. Après ajustement d'un modèle aux données, il est possible d'analyser ce qui aurait pu se passer si la politique économique avait été différente. Cet exercice n'est bien défini que dans un cadre robuste à la critique de Lucas (1976) <sup>13</sup>.

Dans le cadre de l'analyse de la politique monétaire, les modèles DSGE ont servi de support au débat « activisme *versus* gradualisme » dans la comparaison du comportement récent du Système fédéral de réserve (Fed) et de la BCE. En effet, selon certains observateurs, la BCE n'aurait pas suffisamment modifié ses taux directeurs en réaction à la conjoncture tandis que, par opposition, la Fed aurait adopté une position plus pragmatique en collant plus ses décisions de variations de taux à la conjoncture. Cette analyse repose, la plupart du temps, sur l'examen des données brutes. De fait, le reproche est superficiel car :

- les données brutes sont difficiles à interpréter ;
- rien dans ces données ne permet de comprendre les origines des trajectoires de taux.

Pour comprendre ces origines, il est nécessaire d'utiliser un cadre analytique cohérent non opposable notamment à la critique de Lucas.

<sup>11</sup> En termes d'innovations méthodologiques, cette nouvelle ère de la modélisation est comparable à celle qui prévalait dans la phase de lancement des modèles macro-économétriques au début des années cinquante.

<sup>12</sup> En pratique, la littérature privilégie souvent le critère utilitariste, selon lequel un agent particulier est valorisé par les autorités publiques à hauteur de sa contribution au bien-être social. Toutefois, rien n'impose a priori de retenir ce critère, comme le suggèrent les travaux d'Asheim (1988), qui adopte un point de vue rawlsien.

<sup>13</sup> Christiano *et alii* (2003) utilisent ainsi un modèle DSGE pour évaluer dans quelle mesure la politique monétaire de 1929 aux États-Unis a pu ou non contribuer à amplifier la Grande Récession. Cooley et Ohanian (1997) analysent de façon similaire le programme de financement de l'effort de guerre du Royaume-Uni pendant la seconde guerre mondiale.

C'est ainsi que, pour étudier ce problème, Sahuc et Smets (2007) ainsi que Christiano *et alii* (2007) proposent des maquettes DSGE avec de nombreux chocs. Ces dernières permettent d'interpréter les différences des politiques appliquées par les deux banques centrales comme résultant essentiellement des conjonctures prévalant respectivement aux États-Unis et dans la zone euro. En substance, ces auteurs trouvent que les deux zones n'ont pas été frappées par les mêmes chocs et, que, en dépit des apparences, la BCE s'est montrée plutôt réactive. Elle a été en mesure de contenir, voire d'éliminer, les effets de certains chocs néfastes. Ce n'est donc pas une différence d'objectifs qui serait à la base des politiques appliquées de part et d'autre de l'Atlantique.

### Le rôle (dé)stabilisant de la politique monétaire

La représentation théorique de la politique monétaire a beaucoup évolué depuis les premiers modèles DSGE qui supposaient que le taux de croissance de l'offre de monnaie suivait un processus exogène aléatoire. Aujourd'hui on suppose en général que le comportement des banques centrales est bien décrit par une règle de politique monétaire. Dans ce type de formulation, on stipule, par exemple, que le taux d'intérêt nominal est ajusté par la banque centrale en fonction de certains indicateurs, comme l'écart de l'inflation à sa cible et l'écart de production (Taylor, 1993).

D'un point de vue théorique, dans le cadre de modèles DSGE simples, Clarida *et al.* (2001) ont montré que, si la banque centrale n'ajuste pas son instrument de façon suffisamment réactive aux variations de l'inflation, elle pourrait déstabiliser l'économie, c'est-à-dire être à l'origine de fluctuations économiques indésirables (*taches solaires*). Ces auteurs poussent ce résultat théorique jusqu'à interpréter la grande inflation des années soixante-dix aux États-Unis comme le

résultat d'une politique monétaire déstabilisante<sup>14</sup>. À l'inverse, si la banque centrale est suffisamment réactive, la règle de politique monétaire permet de stabiliser l'économie, au sens où ces *taches solaires* sont éliminées.

De même, sous certaines conditions, la politique monétaire peut être handicapée par une politique budgétaire laxiste. Le recours à des modèles DSGE permet d'identifier ces conditions et d'aider le décideur à mieux prévenir ce type de configuration. Par exemple, Leeper (1991) caractérise la façon dont les règles fiscales et les règles monétaires, et les détails de leur mise en œuvre, peuvent conduire une économie dans une zone d'instabilité.

D'autres pistes d'étude et de recherche, intéressantes pour l'analyse de la politique monétaire, peuvent également être évoquées ici. On peut citer comme exemple les études portant sur la manière dont les autorités monétaires intègrent l'incertitude dans leur processus de décision. Compte tenu du fait que les modèles DSGE sont « micro-fondés », il semble commode et réaliste d'examiner le comportement d'une banque centrale dans un tel cadre : la banque centrale peut exprimer ses préférences à travers un critère (maximisation d'une fonction de bien être social, etc.) comme les autres agents.

Elle peut ensuite faire, par exemple, l'hypothèse que sa perception de l'économie à travers les modèles peut être entachée d'erreur ou/et que la matérialisation de ses préférences peut être également source d'incertitude. Il s'agit ensuite pour elle de déterminer son comportement optimal en tenant compte des différents types d'incertitude. On montre que, selon le cas, on peut recommander une politique agressive ou plutôt prudente. En proposant, un cadre analytique très cohérent et respectueux de la critique de Lucas, les DSGE sont un candidat très naturel pour ce type d'étude.

*Les modèles DSGE de la dernière génération, qui incorporent les avancées théoriques et économétriques les plus récentes, sont aujourd'hui les outils les plus aboutis de l'analyse macroéconomique. Leur champ d'application, limité dans un premier temps à l'analyse de phénomènes particuliers, s'est élargi grâce, notamment, aux travaux réalisés dans les banques centrales. C'est, sans doute, l'un des meilleurs exemples récents de coopération entre les milieux universitaires et le monde des décideurs.*

*Toutefois, il reste que ces modèles ne sont pas toujours suffisamment détaillés, soit parce qu'ils supposent une structure de production monosectorielle ou parce qu'ils n'intègrent que partiellement les échanges commerciaux internationaux. L'une des prochaines étapes pourrait être le développement de maquettes multisectorielles et multipays qui permettront, par exemple, une meilleure prise en compte de l'hétérogénéité (notamment intra zone) et, à terme, d'analyser plus finement les canaux de transmission de la politique monétaire.*

14 Ces résultats ont déclenché un vaste programme de recherche dont l'objectif est d'établir les conditions sous lesquelles la politique monétaire peut être déstabilisante.



## Bibliographie

**Alexopoulos (M.) (2004)**

"Unemployment and the business cycle", *Journal of Monetary Economics*, 51, p. 277-298

**Andolfatto (D.) (1996)**

"Business cycles and labor market search", *American Economic Review*, 86, p. 112-132

**Asheim (G.) (1988)**

"Rawlsian intergenerational justice as a Markov-perfect equilibrium in a resource technology", *Review of Economic Studies*, LV, p. 469-484

**Ball (L.) et Romer (D.) (1990)**

"Real rigidities and the non-neutrality of money", *Review of Economic Studies*, 57, p. 183-203

**Basu (S.) et Fernald (J. G.) (1997)**

"Returns to scale in US production: estimates and implications", *Journal of Political Economy*, 105, p. 249-283

**Bernanke (B. S.), Gertler (M.) et Gilchrist (S.) (1999)**

"The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", in *"Handbook of macroeconomics"*, Taylor (J. B.) et Woodford (M.) éditeurs, vol 1, p. 1341-1393

**Bils (M.) et Klenow (P. J.) (2004)**

"Some evidence on the importance of sticky prices", *Journal of Political Economy*, 112, p. 947-985

**Blanchard (O. J.) et Fischer (S.) (1989)**

"Lectures on Macroeconomics", MIT press

**Burnside (C.) et Eichenbaum (M.) (1996)**

"Factor hoarding and the propagation of business cycle shocks", *American Economic Review*, 86, p. 1154-1174

**Burnside (C.), Eichenbaum (M.) et Rebelo (S.) (1993)**

"Labor hoarding and the business cycle", *Journal of Political Economy*, 101, p. 245-273

**Burnside (C.), Eichenbaum (M.) et Rebelo (S.) (1995)**

"Capital utilization and returns to scale", *NBER Macroeconomics Annual*, p. 67-110

**Carlstrom (C.) et Fuerst (T.) (1997)**

"Agency costs, net worth, and business fluctuations: a computable general equilibrium analysis", *American Economic Review*, 87, p. 893-910

**Chari (V. V.), Kehoe (P. J.) et McGrattan (E. R.) (2000)**

"Sticky price models of the business cycle: can the contract multiplier solve the persistence problem ?", *Econometrica*, 68, p. 1151-1179

**Christiano (L. J.) (1991)**

"Modeling the liquidity effect of a money shock", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 15

**Christiano (L. J.) et Eichenbaum (M.) (1995)**

"Liquidity effects, and the business cycle", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 27, p. 1113-1136

**Christiano (L. J.), Eichenbaum (M.) et Evans (C. L.) (1999)**

"Monetary policy shocks: what have we learned and to what end?", in *"Handbook of macroeconomics"*, Taylor (J. B.) et Woodford (M.) éditeurs, vol 1, p. 65-148

**Christiano (L. J.), Eichenbaum (M.) et Evans (C. L.) (2005)**

"Nominal rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy", *Journal of Political Economy*, 113, p. 1-45

**Christiano (L. J.), Motto (R.) et Rostagno (M.) (2003)**

"The great depression and the Friedman-Schwartz hypothesis", *Journal of Money, Credit and Banking*, 35, p. 1119-1197

**Christiano (L. J.), Motto (R.) et Rostagno (M.) (2007)**

"Shocks, structures or Monetary policies? The EA and US After 2001", *Mimeo*, Northwestern University

**Clarida (R.), Gali (J.) et Gertler (M.) (2001)**

"Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory", *Quarterly Journal of Economics*, 115, p. 147-180

**Coenen (G.), McAdam (P.) et Straub (R.) (2007)**

"Tax reform and labour market performance in the euro area: a simulation-based analysis using the new area wide model", *Document de travail de la BCE*, 747

**Cogley (T.) et Nason (J.) (1995)**

"Output dynamics in real business –cycle models", *American Economic Review*, 85, p. 495-511

**Collard (F.) et Delacroix (D.) (2000)**

"Gift exchange and the business cycle: the fair wage strikes back", *Review of Economic Dynamics*, 3, p. 166-193

**Cooley (T. F.) (1995)**

"Frontiers of business cycle research", Princeton University Press

**Cooley (T. F.) et Hansen (G. D.) (1989)**

"The inflation tax in a Real Business Cycle model", *American Economic Review*, 79, p. 733-748

**Cooley (T. F.) et Ohanian (L. E.) (1997)**

"Postwar British economic growth and the legacy of Keynes", *Journal of Political Economy*, 105, p. 439-472

**Danthine (J. P.) et Donaldson (J. B.) (1990)**

"Efficiency wages and the business cycle puzzle", *European Economic Review*, 34, p. 1275-1301

**Den Haan (W. J.), Ramey (G.) et Watson (J.) (2000)**

"Job destruction and propagation of shocks", *American Economic Review*, 90, p. 482-498

**Dhyne (E.), Alvarez (L. J.), Le Bihan (H.), Veronese (G.), Dias (D.), Hoffmann (J.), Jonker (N.), Lünnemann (P.), Rumler (F.) et Vilmunen (J.) (2006)**

"Price changes in the euro area and the United States: some facts from individual price data", *Journal of Economic Perspective*, 20, p. 171-192

**Dotsey (M.) et King (R. G.) (2001)**

"Pricing, production and persistence", NBER Document de travail 8407

**Gali (J.) et Gertler (M.) (1999)**

"Inflation dynamics: a structural econometric analysis", *Journal of Monetary Economics*, 44, p. 195-222

**Goldberger (A. S.), Goldberger (L. R.) et Klein (P.) (1955)**

"An econometric model of the United States, 1929-1952, North Holland Pub", C°, 165 p

**Gomme (P.) (1999)**

"Shirking, unemployment and aggregate fluctuations", *International Economic Review*, 40, p. 3-21

**Goodfriend (M.) et King (R. G.) (1997)**

"The New Neoclassical Synthesis and the role of monetary policy", *NBER Macroeconomics Annual*, p. 231-283

**Hairault (J. O.) et Portier (F.) (1993)**

"Money, New-Keynesian macroeconomics and the business cycle", *European Economic Review*, 37, p. 1533-1569

**Hall (R. E.) (1986)**

"Market structure and macroeconomic fluctuations", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, p. 285-322

**Hornstein (A.) (1993)**

"Monopolistic competition, increasing returns to scale and the importance of productivity changes", *Journal of Monetary Economics*, 31, p. 299-316

**Kehoe (T. J.) et Prescott (E. C.) (1994)**

"Introduction to the symposium: the discipline of applied general equilibrium", *Economic Theory*, 6, p. 1-11

**Kim (J.) (1997)**

"Constructing and estimating a realistic optimizing model of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, 45, p. 329-359

**King (R. G.) et Plosser (C. I.) (1984)**

"Money, credit and prices in a real business cycle economy", *American Economic Review*, 74, p. 363-380

**King (R. G.) et Rebelo (S.) (1999)**

"Resuscitating real business cycles", in "Handbook of Macroeconomics", Taylor (J. B.) et Woodford (M.) éditeurs, vol 1, p. 927-1007

**King (R. G.) et Watson (M. W.) (1996)**

"Money, prices, interest rates, and the business cycle", *Review of Economics and Statistics*, 35-53

**King (R. G.) et Wolman (A. L.) (1996)**

"Inflation targeting in a St. Louis model of the 21<sup>st</sup> century", *Federal Reserve Bank of Saint-Louis Quarterly Review*, 78, p. 83-107

**Kydland (F. E.) et Freeman (S.) (2000)**

"Monetary aggregates and output", *American Economic Review*, 90, p. 1125-1135

**Kydland (F.) et Prescott (E. C.) (1982)**

"Time to build and aggregate fluctuations", *Econometrica*, 50, p. 1345-1370

**Leeper (E. M.) (1991)**

"Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policy", *Journal of Monetary Economics*, 27, p. 129-147

**Leeper (E. M.) et Sims (C. A.) (1994)**

"Toward a modern macroeconomic model usable for policy analysis", *NBER Macroeconomics Annual*, p. 81-118

**Long (J. B.) et Plosser (C. I.) (1983)**

"Real business cycles", *Journal of Political Economy*, 91, p. 39-69

**Lucas (R. E.) (1976)**

"Econometric policy evaluation: a critique", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1, p. 19-46

**Lucas (R. E.) (1977)**

"Understanding business cycles", in *"Stabilization of the domestic and international economy"*, Brunner (K.) et Meltzer (A.) éditeurs

**Lucas (R. E.) (1987)**

"Models of business cycle", Basil Blackwell

**Lucas (R. E.) (1990)**

"Liquidity and interest rates", *Journal of Economic Theory*, 50, p. 237-264

**Lucas (R. E.) et Sargent (T. J.) (1979)**

"After Keynesian macroeconomics", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 3

**McGrattan (E.) (1994)**

"The macroeconomic effects of distortionary taxation", *Journal of Monetary Economics*, 33, p. 573-601

**Merz (M.) (1995)**

"Search in the labor market and the real business cycle", *Journal of Monetary Economics*, 36, p. 269-300

**Mortensen (D. T.) et Pissarides (C. A.) (1994)**

"Job creation and job destruction in the theory of unemployment", *Review of Economic Studies*, 61, p. 397-415

**Prescott (E. C.) (1986)**

"Theory ahead of business cycle measurement", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 10

**Rotemberg (J. J.) et Woodford (M.) (1992)**

"Oligopolistic pricing and the effects of aggregate demand on economic activity", *Journal of Political Economy*, 100, p. 1153-1207

**Rotemberg (J. J.) et Woodford (M.) (1995)**

"Dynamic general equilibrium models with imperfectly competitive product markets", in *"Frontiers of business cycle research"*, Cooley (T.) éditeur, p. 243-293, Princeton University Press

**Rotemberg (J. J.) et Woodford (M.) (1999)**

"The cyclical behaviour of prices and costs", in *"Handbook of macroeconomics"*, Taylor (J. B.) et Woodford (M.) éditeurs, vol. 1, p. 1051-1135

**Sahuc (J. G.) et Smets (F.) (2007)**

"Differences in interest rate policy at the ECB and the Fed: an investigation with a medium-scale DSGE model", à paraître dans le *Journal of Money, Credit and Banking*

**Sims (C. A.) (1980)**

"Macroeconomics and reality", *Econometrica*, 48, p. 1-48

**Smets (F.) et Wouters (R.) (2003)**

"An estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the euro area", *Journal of the European Economic Association*, 1, p. 1123-1175

**Smets (F.) et Wouters (R.) (2004)**

"Forecasting with a Bayesian DSGE model: an application to the euro area", *Journal of Common Market Studies*, 42, p. 841-867

**Smets (F.) et Wouters (R.) (2005)**

"Comparing shocks and frictions in US and euro area business cycles: a Bayesian DSGE approach", *Journal of Applied Econometrics*, 20, p. 161-183

**Summers (L. H.) (1986)**

*"Some sceptical observations on Real Business Cycle theory"*, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 10

**Taylor (J. B.) (1993)**

*"Discretion versus policy rules in practice"*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, p. 195-214

**Taylor (J. B.) (2007)**

*"Thirty-five years of model-building for monetary policy evaluation: breakthroughs, dark ages, and a renaissance"*, Journal of Money, Credit, and Banking, 39, p. 193-201

**Woodford (2003)**

*"Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy"*, Princeton University Press

**Yun (T.) (1996)**

*"Nominal price rigidity, money supply endogeneity, and business cycles"*, Journal of Monetary Economics, 37, p. 345-370

# La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2006

## Direction de la Balance des paiements

Service des Opérations internationales des banques et des administrations

Au 31 décembre 2006, les non-résidents détenaient 46,2 % de la capitalisation boursière des sociétés françaises du CAC 40<sup>1</sup>. Le taux de détention a marqué une progression de 1,3 point par rapport à fin 2005.

Cette hausse résulte des flux nets d'investissements de portefeuille des non-résidents dont la contribution a été de l'ordre de + 1,9 point. Une part importante de ces flux tient aux opérations de fusions et acquisitions financées par émission d'actions nouvelles et échange de titres. La modification de la composition de l'indice a contribué également à la hausse du taux de détention, à hauteur de + 0,5 point.

À l'inverse, les effets prix ont atténué la progression du taux de détention d'environ 0,9 point, l'appréciation du seul stock d'actions détenu par les non-résidents ayant été un peu moins forte que celle enregistrée pour les valeurs françaises composant le CAC 40. Les émissions ou rachats-annulations d'actions ont eu un effet légèrement dilutif, estimé à - 0,2 point, sur la part détenue par les non-résidents compte tenu des effets de structure.

Les investisseurs de la zone euro sont les principaux détenteurs non résidents d'actions françaises cotées (20 % de la capitalisation boursière), devant les investisseurs américains (16 %) et britanniques (4 %). Seulement 3,5 % de la capitalisation du CAC 40 correspondent à des investissements directs (participations supérieures ou égales à 10 % du capital).

Mots clés : marchés boursiers, investissements de portefeuille, taux de détention, non-résidents, CAC 40, fusions et acquisitions

Codes JEL : F21, F23, F36, G15, G34

<sup>1</sup> La population retenue est composée de 36 sociétés résidentes (EADS, Mittal Arcelor, Dexia et ST Microelectronics qui entrent également dans l'indice CAC 40 sont des sociétés ayant leur siège à l'étranger). Elle n'a connu que deux modifications par rapport à fin 2005 : Alstom et Vallourec ont remplacé respectivement Thalès et Publicis.

## I | Progression sensible du taux de détention par les non-résidents en 2006

Au 31 décembre 2006, les non-résidents détenaient 46,2 % de la capitalisation boursière des sociétés françaises entrant dans la composition de l'indice CAC 40, ce qui représentait un encours de 571,2 milliards d'euros sur un total de 1 237,7 milliards. Le taux de détention marque, en 2006, une progression de 1,3 point, après + 0,4 point en 2005. Sur les trente-six valeurs composant la population des sociétés françaises représentées dans l'indice CAC 40, plus de la moitié enregistrent au sein de leur actionnariat une présence majoritaire des investisseurs non résidents : vingt et une d'entre elles sont désormais investies à plus de 50 % par les non-résidents (contre dix-sept en 2005 et treize en 2004), sept étant investies à plus de 60 %.

Il s'agit essentiellement d'une détention au titre d'investissements de portefeuille, sans implication dans la gouvernance de la société dont les actions sont possédées. La part dans la capitalisation boursière des sociétés françaises du CAC 40 détenue sous la forme d'investissements directs<sup>2</sup> a néanmoins progressé (3,5 %, contre 3,1 % en 2005) en raison, entre autres, du renforcement de la participation très largement majoritaire d'Allianz dans le capital des

AGF et d'une prise de participation significative, avec franchissement du seuil de 10 %, du Groupe Bruxelles Lambert dans le capital de Lafarge.

## 2 | Facteurs d'évolution

Le mode d'évaluation des différents facteurs d'évolution est rapporté en annexe.

### 2 | 1 Une contribution notable des flux d'investissements de portefeuille

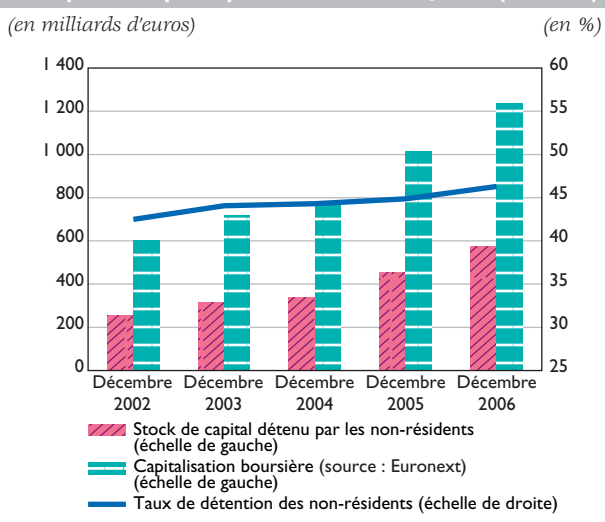
Les flux nets d'investissements de portefeuille<sup>3</sup> relatifs aux actions françaises du CAC 40 ont totalisé, au cours de l'année 2006, 29,8 milliards d'euros, représentant une contribution de + 1,9 point à la hausse du taux de détention.

Une part importante des flux d'achat nets (environ le tiers) a été enregistrée lors d'opérations de fusions et acquisitions financées par émission d'actions nouvelles et donnant lieu à un échange de titres. À cette occasion, les actionnaires des sociétés étrangères acquises par des groupes français ont reçu des actions des sociétés initiatrices en règlement des titres qu'ils apportaient aux offres publiques. Les principales opérations d'acquisition revêtant cette forme ont été effectuées par Alcatel (fusion avec Lucent) et Axa (acquisition de Winterthur). En dehors de ces opérations, ce sont les valeurs bancaires qui ont été les plus traitées, à l'achat et à la vente, et en définitive les plus achetées.

### 2 | 2 Une contribution positive du changement de composition de l'indice CAC 40

La modification de la composition de l'indice CAC 40, qui s'est traduite par la sortie de Thalès et de Publicis, remplacés respectivement par Alstom et Vallourec, a contribué à hauteur de + 0,5 point à la hausse du taux de détention, ce taux étant dans les sociétés « entrantes » globalement très supérieur à ce qu'il était dans les sociétés « sortantes ».

Graphique I Taux de détention par les non-résidents du capital des principales sociétés françaises (CAC 40)



2 Correspondant à une participation d'un actionnaire non résident supérieure ou égale à 10 % du capital de la société investie

3 Il s'agit des achats et des ventes avec une contrepartie non résidente enregistrés en balance des paiements. Les transactions effectuées par une entité résidente, fût-elle sous contrôle étranger, ne sont pas prises en compte.



## 2|3 Une progression atténuée par les effets de valorisation

Pour mémoire, l'indice CAC 40 a progressé de 17,5 % en 2006. Aux prix de 2005, le taux de détention aurait atteint 47,1 %. Les effets prix ont donc atténué la progression du taux de détention, à hauteur de - 0,9 point. L'appréciation du stock d'actions détenues par les non-résidents (+ 17,9 %) a en effet été un peu moins forte que celle de la capitalisation des valeurs françaises composant le CAC 40 (+ 20,3 %).

## 2|4 Un effet légèrement dilutif des émissions et rachats-annulations

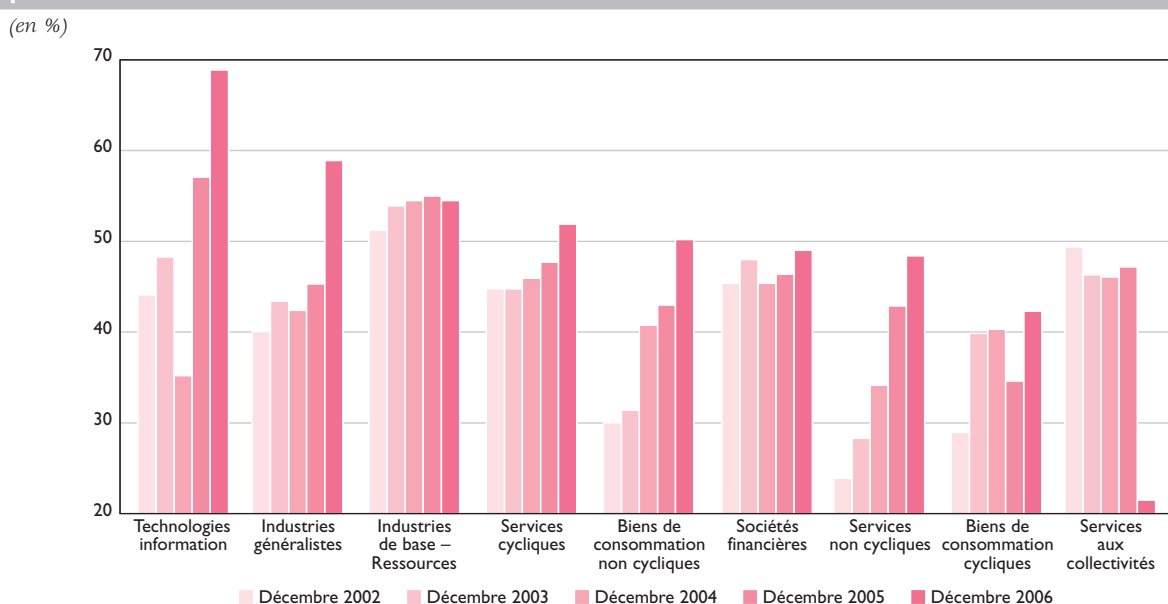
Les opérations portant sur le volume des titres du marché (émissions d'actions nouvelles, rachats-annulations d'actions) ont représenté, hors titres émis pour financer des acquisitions à l'étranger par échange d'actions, une augmentation de 14,0 milliards d'euros de la capitalisation boursière<sup>4</sup>. Ayant notamment concerné des sociétés où le taux de détention par les non-résidents, plus faible que la

moyenne, est resté stable, elles ont eu un effet dilutif, estimé à - 0,2 point, sur la part des non-résidents dans les sociétés émettrices.

## 3| Poids des investisseurs résidents selon les secteurs

La progression du taux de détention par les non-résidents a été générale, à l'exception notable de deux secteurs : les services aux collectivités (- 25 points), où la présence d'EDF et de Gaz de France depuis fin 2005 se traduit par un niveau beaucoup plus faible de la participation des investisseurs étrangers, et le secteur des ressources et industries de base (- 1 point). La plus forte hausse du taux de détention par les non-résidents a concerné les industries généralistes (+ 13 points), en raison essentiellement du changement de composition de l'indice qui a donné lieu, on l'a vu, à une entrée d'entreprises de ce secteur très fortement investies par les non-résidents. Une autre hausse remarquable a été enregistrée dans le secteur des technologies de l'information (+ 11 points), du fait de la fusion Alcatel-Lucent.

**Graphique 2 Taux de détention par les non-résidents du capital des sociétés françaises du CAC 40 par secteurs d'activité**



Note : Les sociétés de l'échantillon ont été réparties par secteurs d'activité selon la classification utilisée par Euronext.

<sup>4</sup> Aux prix de 2005. Elles ont atteint 16,1 milliards en valeur de marché. La capitalisation a augmenté de 222,4 milliards d'euros, dont 208,4 milliards au titre de la hausse des cours boursiers.

## 4 | Origine géographique des détenteurs non résidents

L'enquête CPIS conduite chaque année par le FMI<sup>5</sup> permet d'estimer la répartition géographique des détenteurs non résidents d'actions françaises et l'on peut, par une approximation acceptable, en inférer l'origine des actionnaires non résidents des sociétés françaises du CAC 40. Les dernières données disponibles sont celles à fin 2005. En raison des délais de collecte (auprès des pays participants) et de traitement par le FMI, les données pour 2006 ne seront connues que début 2008.

Sur la base des données 2005, les détenteurs non résidents d'actions de sociétés françaises étaient majoritairement

originaires de la zone euro (20 % de la détention d'actions françaises cotées), des États-Unis (15 %) et du Royaume-Uni (4 %).

**Tableau I Origine géographique des détenteurs d'actions françaises cotées**

(en %)

Origine du détenteur	Taux de détention		Variation entre 2002 et 2005
	à fin 2002	à fin 2005	
<b>Résidents</b>	<b>57,5</b>	<b>55,1</b>	<b>- 2,4</b>
<b>Non-résidents</b>	<b>42,5</b>	<b>44,9</b>	<b>+ 2,4</b>
dont : zone euro	17,0	20,0	+ 3,0
États-Unis	12,8	15,0	+ 2,2
Royaume-Uni	6,3	4,0	- 2,3

<sup>5</sup> Coordonnée au niveau mondial par le FMI, l'enquête CPIS (« coordinated portfolio investment survey ») sur les investissements de portefeuille transfrontières recueille auprès de chaque pays participant la déclaration de ses avoirs en titres étrangers, ventilés notamment par pays. En retour, le FMI diffuse à chaque participant la ventilation de ses engagements (titres émis par ses résidents) par pays de détention, à hauteur du montant déclaré par l'ensemble des participants.



# ANNEXE

## Évolution du taux de détention par les non-résidents des actions françaises du CAC 40

Calculs relatifs aux contributions des effets de changement  
de composition de l'indice, de la variation des prix  
et des flux d'investissements de portefeuille

### I Articulation flux / stocks / valorisation

	Stock 2005	Changement dans la composition de l'indice CAC	Achats/ventes des non-résidents sur le marché secondaire	Souscriptions nettes des non-résidents aux émissions d'actions	Stock 2006
Évolution du stock hors variation des prix en 2006	S05(05)	+ CS06(05)	+ AV06(05)	+ KNR06(05)	= S06(05)
	455,4	+ 2,1	+ 12,7	+ 14,2	= 484,4
Variation des prix en 2006	V_S05(05)	V_CS06(05)	V_AV06(05)	V_KNR06(05)	= Somme1(V)
	+ 79,0	+ 5,5	+ 1,1	+ 1,3	= 86,9
Évolution du stock avec les variations de prix	S05(06)	+ CS06(06)	+ AV06(06)	+ KNR06(06)	= S06(06)
	534,4	+ 7,6	+ 13,8	+ 15,5	= 571,3

	Capitalisation 2005	Changement dans la composition de l'indice CAC	Souscriptions nettes des résidents aux émissions d'actions	Souscriptions nettes des non-résidents aux émissions d'actions	Capitalisation 2006
Évolution de la capitalisation hors variation des prix	C05(05)	+ CC06(05)	+ KR06(05)	+ KNR06(05)	= C06(05)
	1 015,3	- 0,8	+ 2,1	+ 12,7	= 1 029,3
Variation des prix en 2006	V_C05(05)	V_CC06(05)	V_KR06(05)	V_KNR06(05)	= somme2(V)
	202,7	+ 4,4	+ 0,2	+ 1,1	= 208,4
Évolution de la capitalisation avec les variations de prix	C05(06)	+ CC06(06)	+ KR06(06)	+ KNR06(06)	= C06(06)
	1 218,0	+ 3,6	+ 2,3	+ 13,8	= 1 237,7

## 2 Mesure des effets de changement de composition (de l'indice), de prix et de flux sur le taux de détention par les non-résidents

(taux en %)

Composition de l'indice	Prix	Flux des non-résidents (NR)	Formule de calcul du taux de détention	Taux	Capitalisation 2006
Composition constante	Prix courants	Avec flux des NR	$[S05(06) + AV06(06) + KNR06(06)] / [C05(06) + KR06(06) + KNR06(06)]$	45,7	T1
Composition modifiée	Prix constants	Avec flux des NR	$[S05(05) + CS06(05) + AV06(05) + KNR06(05)] / [C05(05) + CC06(05) + KR06(05) + KNR06(05)]$	47,1	T2
Composition modifiée	Prix courants	Hors flux des NR	$[S05(06) + CS06(06)] / [C05(06) + CC06(06) + KR06(06)]$	44,3	T3
Composition modifiée	Prix courants	Avec flux des NR	$[S05(06) + CS06(06) + AV06(06) + KNR06(06)] / [C05(06) + CC06(06) + KR06(06) + KNR06(06)]$	46,2	T4

Les effets du changement dans la composition de l'indice CAC 40 sur l'évolution du taux de détention sont évalués par différentiel entre T4 et T1, soit + 0,5 point.

Les effets de prix sur l'évolution du taux de détention sont mesurés par différentiel entre T4 et T2, soit - 0,9 point.

Les effets des flux des non-résidents sur l'évolution du taux de détention sont mesurés par différentiel entre T4 et T3, soit + 1,9 point.

Les effets de volume, liés aux émissions nettes hors flux des non-résidents, combinés avec les effets de structure, résultant des taux de détention initiaux, sont estimés par solde à - 0,2 point.

## Situation économique générale

1	Indicateurs d'activité industrielle — Enquête mensuelle de conjoncture — France	S3
2	Indicateurs d'activité industrielle — Enquête mensuelle de conjoncture — France (données CVS)	S4
3	Indices des prix à la consommation	S5
4	Compétitivité de l'économie française	S6
5	Balance des paiements — Principales composantes (données trimestrielles) — France	S7
6	Balance des paiements — Transactions courantes et capital (données trimestrielles) — France	S8
7	Balance des paiements — Mouvements de capitaux (données trimestrielles) — France	S9
8	Balance des paiements — Ventilation géographique (données trimestrielles) — France	S10
9	Balance des paiements (données mensuelles) — France	S11
10	Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)	S12

## Monnaie, placements et financements

11	Principaux indicateurs monétaires et financiers — France et zone euro	S13
12	Bilan de la Banque de France	S14
13	Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France — France	S15
14	Dépôts — France	S16
15	Dépôts à terme — France	S17
16	Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français — France	S18
17	Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement — France et zone euro	S19
18	Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente — France	S20
19	Financements et placements des agents non financiers — Zone euro	S21
20	Financements et placements des agents non financiers — France	S22
21	Financements et placements des sociétés non financières — France	S23
22	Financements et placements des ménages — France	S24
23	Financements et placements des administrations publiques — France	S25
24	Endettement intérieur total (EIT), répartition par instruments — France	S26
25	Endettement intérieur total (EIT) — France	S27
26	Rémunération des dépôts — France et zone euro	S28
27	Coût du crédit — France et zone euro	S29
28	Coût du crédit — France	S30

## Marchés de capitaux et taux d'intérêt

29	Taux d'intérêt	S31
30	Liquidité bancaire et refinancement — Zone euro	S32
31	Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires	S33
32/33	Titres de créances négociables — France	S34/S35
34	Titres d'OPCVM — France	S36
35	Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)	S37
36	Émissions d'obligations et d'actions cotées par les résidents français	S38

## Autres statistiques

37	État des défaillances d'entreprises par secteurs — France	S39
38	Systèmes de paiement de masse — France	S40
39/40	Systèmes de paiement de montant élevé — Union européenne (à 15)	S41/S42
41	Systèmes de paiement de montant élevé — France	S43

## Notice méthodologique

S45

## Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet

S53

## Séries chronologiques

S54

### Avertissement

*Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2007, la zone euro et l'Union européenne se sont agrandies. Les données statistiques en tiennent compte à partir de cette date.*

*La révision des comptes 2004-2005, consécutive à la campagne des comptes annuels 2006 publiés le 21 mai 2007, apporte de fortes révisions aux titres de créance. Le reclassement effectué sur les OPCVM tient compte d'une meilleure utilisation de l'enquête titres.*

*Les données du cahier sont celles disponibles dans la base de données « BSME » de la Banque de France, aux dates mentionnées.*

**Figure 1**  
**Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France**

(données cvs)

	2006			2007			
	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril
<b>Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>8</b>	<b>-1</b>	<b>-5</b>	<b>28</b>	<b>16</b>	<b>9</b>	<b>7</b>
Biens intermédiaires	14	7	-2	20	13	2	6
Biens d'équipement	16	16	-3	26	12	15	16
Industrie automobile	-31	-41	-16	40	46	19	0
Biens de consommation	10	-3	-6	35	8	1	14
Industries agricoles et alimentaires	28	5	3	27	9	10	13
<b>Production pour les prochains mois (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>21</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>9</b>	<b>7</b>
Biens intermédiaires	11	12	18	12	14	9	9
Biens d'équipement	17	16	22	19	24	16	11
Industrie automobile	-35	-6	37	13	0	-12	-12
Biens de consommation	16	14	18	6	11	12	10
Industries agricoles et alimentaires	16	15	20	18	14	14	11
<b>Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)</b>							
<b>Globales</b>	<b>16</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>22</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	<b>9</b>
Étrangères	12	11	11	21	12	12	12
<b>Niveau du carnet de commandes (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>23</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>31</b>
Biens intermédiaires	19	20	18	21	23	23	21
Biens d'équipement	67	63	59	61	61	66	72
Biens de consommation	15	13	15	22	20	23	27
Industries agricoles et alimentaires	18	16	15	21	16	19	24
<b>Niveau des stocks de produits finis (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
Biens intermédiaires	-1	-3	2	1	-3	0	-4
Biens d'équipement	9	9	8	12	3	7	3
Industrie automobile	2	2	15	12	4	6	5
Biens de consommation	5	6	4	10	6	5	9
Industries agricoles et alimentaires	2	3	2	-1	-3	-2	-6
<b>Taux d'utilisation des capacités de production (b)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>85,0</b>	<b>84,4</b>	<b>82,5</b>	<b>85,2</b>	<b>86,1</b>	<b>86,2</b>	<b>86,1</b>
<b>Évolution des effectifs (ensemble) (a)</b>							
Par rapport au mois précédent	-1	-2	-2	1	0	3	0
Au cours des prochains mois	-5	-4	-3	-4	-3	-5	-5
<b>Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)</b>							
	<b>106</b>	<b>106</b>	<b>104</b>	<b>106</b>	<b>110</b>	<b>112</b>	<b>108</b>

(a) Données exprimées en solde des opinions

(b) Données exprimées en pourcentage

(c) L'indicateur du climat des affaires résume le jugement des industriels sur la situation conjoncturelle. Plus il est élevé, plus l'appréciation est favorable. L'indicateur est calculé selon la technique de l'analyse en composantes principales à partir des données de l'enquête lissées sur trois mois. Par construction, sa moyenne est égale à 100.

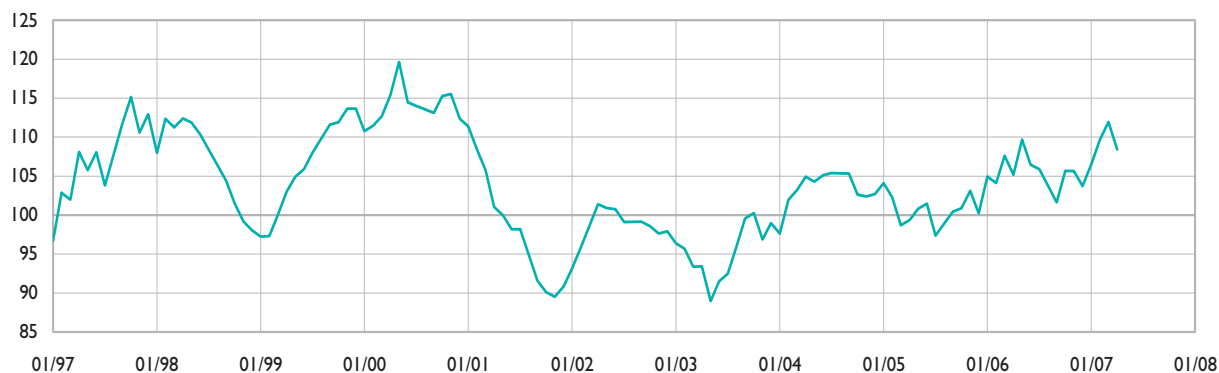
Source : Banque de France

Réalisé le 24 mai 2007

**Figure 2**  
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France (données CVS)

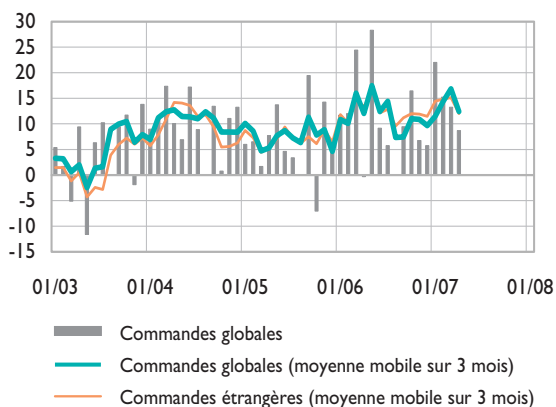
### Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = 1981 - 2006)



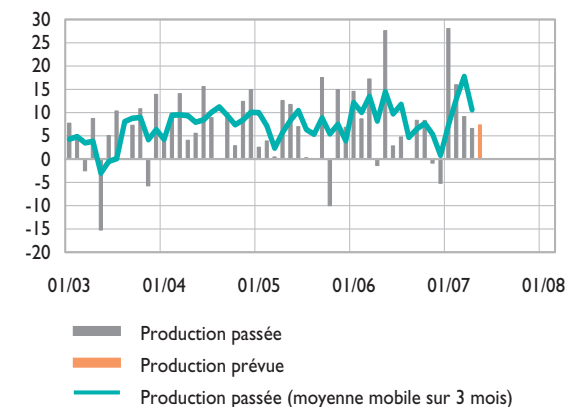
### Commandes (solde des opinions)

(variation mensuelle)



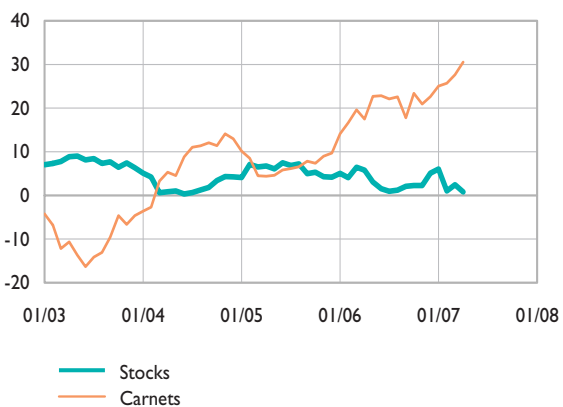
### Production (solde des opinions)

(variation mensuelle)



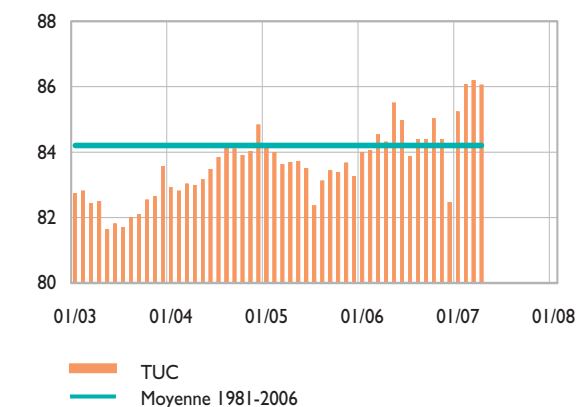
### Stocks et carnets de commandes (solde des opinions)

(par rapport à un niveau jugé normal)



### TUC dans l'industrie

(en %)

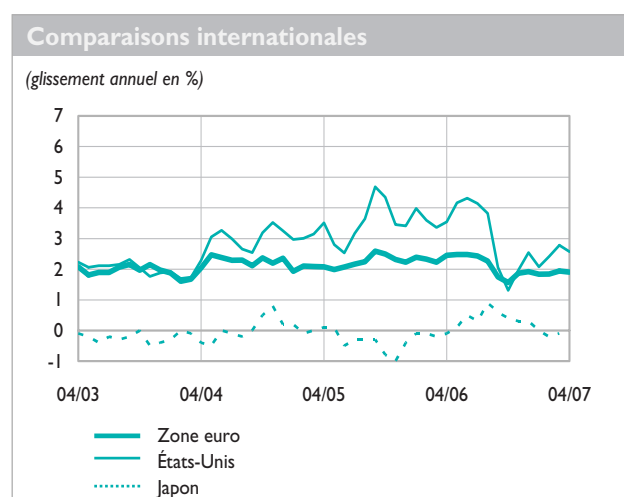
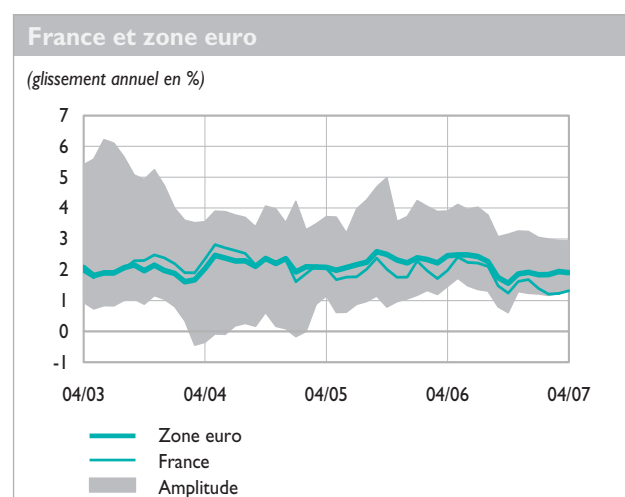


**Figure 3**  
**Indices des prix à la consommation**

(glissement annuel)									
	2006					2007			
	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril
France	2,1	1,5	1,2	1,6	1,7	1,4	1,2	1,2	1,3
Allemagne	1,8	1,0	1,1	1,5	1,4	1,8	1,9	2,0	2,0
Italie	2,3	2,4	1,9	2,0	2,1	1,9	2,1	2,1	1,8
Zone euro	2,3	1,7	1,6	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9
Royaume-Uni	2,5	2,4	2,5	2,7	3,0	2,7	2,8	3,1	2,8
Union européenne	2,4	2,0	1,8	2,1	2,2	2,1	2,2	2,3	2,2
États-Unis	3,8	2,1	1,3	2,0	2,5	2,1	2,4	2,8	2,6
Japon	0,9	0,6	0,4	0,3	0,3	0,0	-0,2	-0,1	nd

(moyenne annuelle) (variation mensuelle CVS)									
	2004	2005	2006	2006		2007			
				nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril
France	2,3	1,9	1,9	0,4	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,4
Allemagne	1,8	1,9	1,8	0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,3
Italie	2,3	2,2	2,2	0,2	0,2	0,0	0,4	0,1	0,0
Zone euro	2,1	2,2	2,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,4
Royaume-Uni	1,3	2,0	2,3	0,3	0,3	0,0	0,3	0,3	0,1
Union européenne	2,3	2,3	2,3	nd	nd	nd	nd	nd	nd
États-Unis	2,7	3,4	3,2	0,0	0,4	0,2	0,4	0,6	0,4
Japon	0,0	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	nd



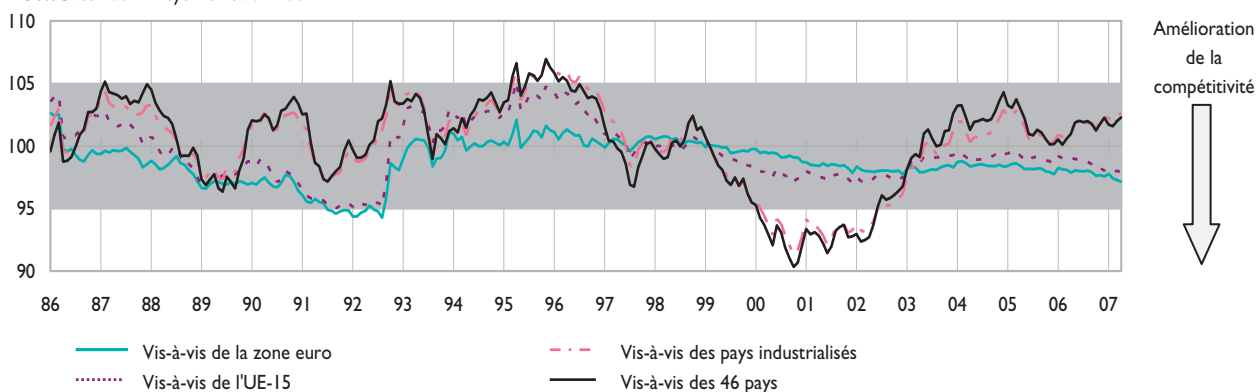
Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon

Amplitude = valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro

Figure 4  
Compétitivité de l'économie française

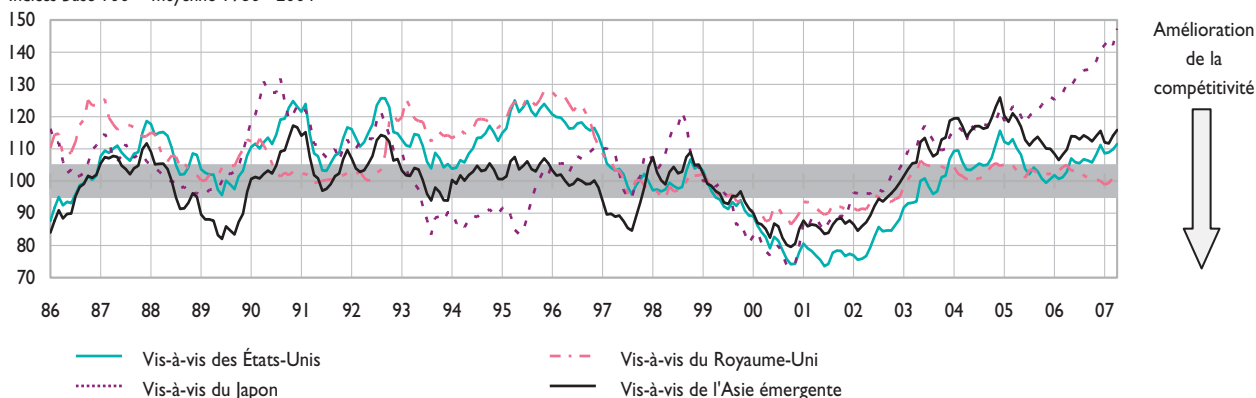
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



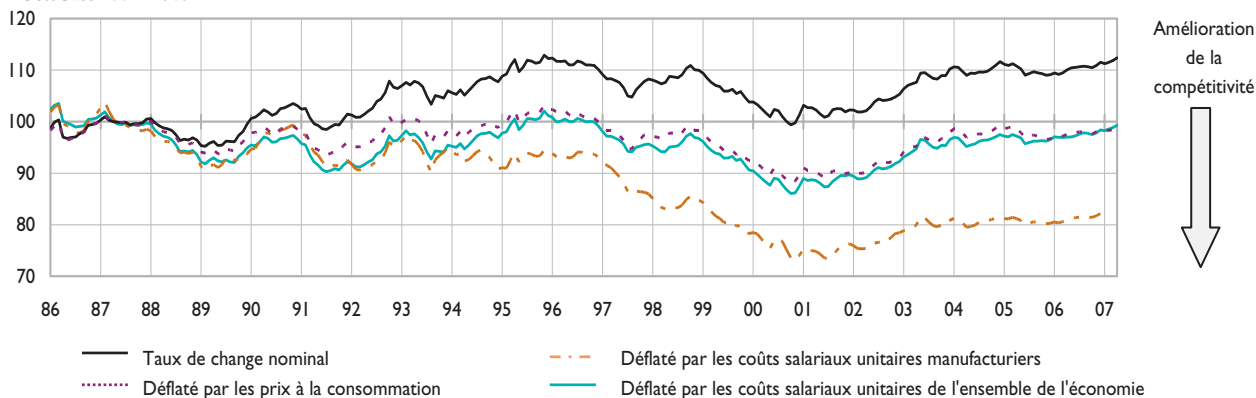
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



Indicateurs de compétitivité vis-à-vis des 22 partenaires de l'OCDE

Indices base 100 = 1987



Partie grise : écart de + ou - 5% par rapport à la moyenne de longue période

Voir notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin

Sources : nationales, Banque de France, BCE, FMI, INSEE, OCDE, Thomson Financial Datatstream

Calculs : Banque de France

Réalisé le 24 mai 2007



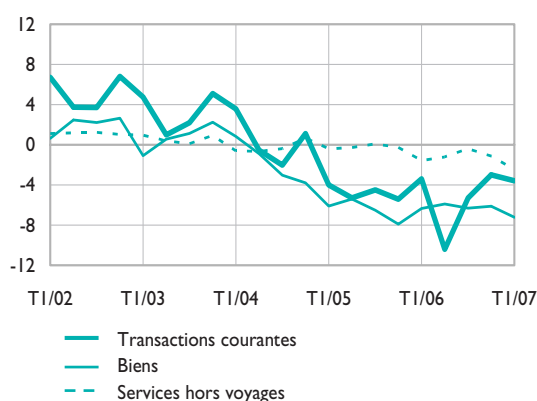
**Figure 5**  
**Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006	2006				2007
			T1	T2	T3	T4	
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-19 225</b>	<b>-22 070</b>	<b>-3 393</b>	<b>-10 392</b>	<b>-5 287</b>	<b>-2 998</b>	<b>-3 582</b>
Biens	-25 904	-24 658	-6 345	-5 894	-6 300	-6 119	-7 208
Services hors voyages	-855	-4 318	-1 564	-1 223	-407	-1 124	-2 449
Voyages	8 911	8 549	628	2 407	2 527	2 987	646
Revenus	20 787	19 968	5 782	107	5 827	8 252	6 457
Transferts courants	-22 164	-21 611	-1 894	-5 789	-6 934	-6 994	-1 028
<b>Compte de capital</b>	<b>506</b>	<b>-550</b>	<b>-201</b>	<b>-223</b>	<b>-201</b>	<b>75</b>	<b>327</b>
<b>Compte financier</b>	<b>-15 209</b>	<b>83 441</b>	<b>56 441</b>	<b>20 505</b>	<b>27 915</b>	<b>-21 420</b>	<b>15 466</b>
Investissements directs	-41 887	-28 676	12 631	-13 190	-12 702	-15 415	-14 525
Français à l'étranger	-93 008	-86 658	-3 740	-29 370	-20 419	-33 129	-32 433
Étrangers en France	51 121	57 982	16 371	16 180	7 717	17 714	17 908
Investissements de portefeuille	-9 217	-32 930	-31 062	-2 065	-17 551	17 748	14 003
Avoirs	-191 309	-180 954	-67 223	-14 278	-53 560	-45 893	-44 675
Engagements	182 091	148 024	36 161	12 213	36 009	63 641	58 678
Produits financiers dérivés	8 179	3 228	909	2 358	1 751	-1 790	-2 345
Autres investissements	20 664	150 594	74 400	35 154	60 060	-19 020	18 736
Avoirs de réserve	7 055	-8 775	-434	-1 754	-3 643	-2 944	-402
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>33 925</b>	<b>-60 819</b>	<b>-52 847</b>	<b>-9 890</b>	<b>-22 426</b>	<b>24 344</b>	<b>-12 211</b>

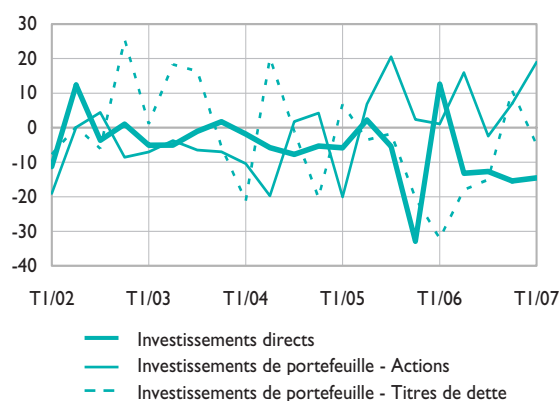
#### Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



#### Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

**Figure 6**  
**Balance des paiements – Transactions courantes et capital (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006	2006				2007
			T1	T2	T3	T4	T1
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-19 225</b>	<b>-22 070</b>	<b>-3 393</b>	<b>-10 392</b>	<b>-5 287</b>	<b>-2 998</b>	<b>-3 582</b>
<b>Biens</b>	<b>-25 904</b>	<b>-24 658</b>	<b>-6 345</b>	<b>-5 894</b>	<b>-6 300</b>	<b>-6 119</b>	<b>-7 208</b>
Exportations	352 968	385 260	96 531	99 133	89 847	99 749	100 281
Importations	378 872	409 918	102 876	105 027	96 147	105 868	107 489
Marchandises générales	-24 200	-22 556	-5 677	-5 458	-5 840	-5 581	-6 527
Avitaillement	-977	-1 521	-403	-333	-386	-399	-377
Travail à façon et réparations	-726	-581	-265	-103	-74	-139	-304
<b>Services hors voyages</b>	<b>-855</b>	<b>-4 318</b>	<b>-1 564</b>	<b>-1 223</b>	<b>-407</b>	<b>-1 124</b>	<b>-2 449</b>
Exportations	59 330	57 664	14 447	14 408	14 103	14 706	12 417
Importations	60 185	61 982	16 011	15 631	14 510	15 830	14 866
Transports	-1 209	-2 013	-807	-794	-136	-276	-232
Services de communication	1 103	1 300	294	297	342	367	309
Services de construction	1 632	1 922	395	468	461	598	470
Services d'assurances	-935	-1 224	-387	-322	-283	-232	-284
Services financiers	-770	-1 888	-366	-555	-446	-521	-309
Services d'informatique et d'information	-64	-30	55	53	-78	-60	86
Redevances et droits de licence	2 167	2 271	584	398	783	506	720
Autres services aux entreprises	-2 103	-3 747	-1 114	-591	-843	-1 199	-3 065
Services personnels, culturels et récréatifs	-536	-769	-171	-162	-178	-258	-134
Services des administrations publiques	-136	-140	-47	-15	-29	-49	-10
<b>Voyages</b>	<b>8 911</b>	<b>8 549</b>	<b>628</b>	<b>2 407</b>	<b>2 527</b>	<b>2 987</b>	<b>646</b>
Recettes	33 981	34 175	6 251	9 389	10 283	8 252	6 358
Dépenses	25 071	25 626	5 623	6 982	7 756	5 265	5 712
<b>Revenus</b>	<b>20 787</b>	<b>19 968</b>	<b>5 782</b>	<b>107</b>	<b>5 827</b>	<b>8 252</b>	<b>6 457</b>
Rémunérations des salariés	8 420	8 609	2 117	2 190	2 153	2 149	2 146
Revenus des investissements	12 366	11 359	3 665	-2 083	3 674	6 103	4 311
Directs	18 070	18 374	3 577	3 740	4 239	6 818	5 421
De portefeuille	-2 131	-1 915	943	-4 562	1 356	348	1 088
Autres	-3 574	-5 100	-855	-1 261	-1 921	-1 063	-2 198
<b>Transferts courants</b>	<b>-22 164</b>	<b>-21 611</b>	<b>-1 894</b>	<b>-5 789</b>	<b>-6 934</b>	<b>-6 994</b>	<b>-1 028</b>
Transferts courants du secteur des APU	-14 925	-13 633	125	-3 799	-4 963	-4 996	816
Transferts courants des autres secteurs	-7 241	-7 978	-2 019	-1 990	-1 971	-1 998	-1 844
dont envoi de fonds des travailleurs	-2 091	-2 025	-476	-524	-562	-463	-467
<b>Compte de capital</b>	<b>506</b>	<b>-550</b>	<b>-201</b>	<b>-223</b>	<b>-201</b>	<b>75</b>	<b>327</b>

(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

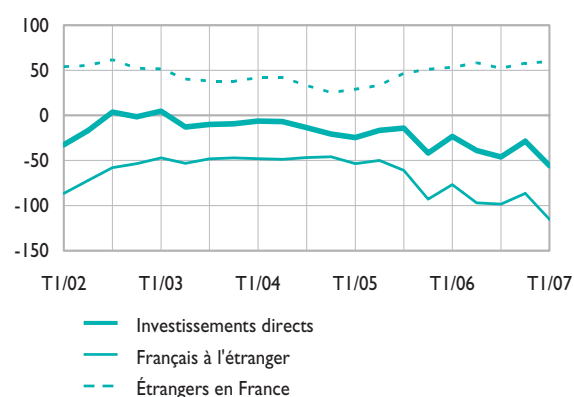
**Figure 7**  
**Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006	2006				2007
			T1	T2	T3	T4	
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
<b>Compte financier</b>	<b>-15 209</b>	<b>83 441</b>	<b>56 441</b>	<b>20 505</b>	<b>27 915</b>	<b>-21 420</b>	<b>15 466</b>
Investissements directs	-41 887	-28 676	12 631	-13 190	-12 702	-15 415	-14 525
Français à l'étranger	-93 008	-86 658	-3 740	-29 370	-20 419	-33 129	-32 433
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	-42 197	-53 014	-7 338	-14 828	-9 313	-21 535	-15 398
Étrangers en France	51 121	57 982	16 371	16 180	7 717	17 714	17 908
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	20 236	22 487	7 151	6 425	1 679	7 232	3 371
Investissements de portefeuille	-9 217	-32 930	-31 062	-2 065	-17 551	17 748	14 003
Avoirs	-191 309	-180 954	-67 223	-14 278	-53 560	-45 893	-44 675
Actions	-42 917	-23 594	-11 769	22 308	-20 496	-13 637	7 867
Obligations	-137 035	-173 109	-54 200	-50 750	-31 185	-36 974	-40 088
Instruments du marché monétaire	-11 358	15 749	-1 254	14 164	-1 879	4 718	-12 454
Engagements	182 091	148 024	36 161	12 213	36 009	63 641	58 678
Actions	52 633	45 185	12 848	-6 350	18 027	20 660	11 081
Obligations	110 831	113 416	15 344	23 876	25 179	49 017	36 645
Instruments du marché monétaire	18 628	-10 577	7 969	-5 313	-7 197	-6 036	10 952
Produits financiers dérivés	8 179	3 228	909	2 358	1 751	-1 790	-2 345
Autres investissements	20 664	150 594	74 400	35 154	60 060	-19 020	18 736
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	-2 343	130 347	69 435	30 300	63 090	-32 478	33 856
Avoirs de réserve	7 055	-8 775	-434	-1 754	-3 643	-2 944	-402
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>33 925</b>	<b>-60 819</b>	<b>-52 847</b>	<b>-9 890</b>	<b>-22 426</b>	<b>24 344</b>	<b>-12 211</b>

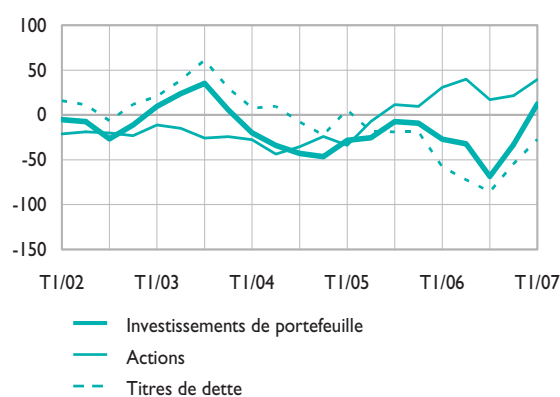
#### Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



#### Investissements de portefeuille – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

**Figure 8**  
**Balance des paiements – Ventilation géographique (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	4ème trimestre 2006					
	UEM	UE15 hors UEM (a)	Nouveaux pays membres (b)	USA	Japon	Suisse
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>
Recettes	76 303	22 187	4 969	15 440	2 951	6 117
Dépenses	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Biens	-12 828	2 508	484	1 672	93	362
Recettes	48 942	10 681	4 020	6 540	1 501	2 885
Dépenses	61 770	8 172	3 536	4 868	1 408	2 524
Services	-1 196	371	167	827	114	319
Recettes	6 427	3 280	520	3 418	450	1 353
Dépenses	7 622	2 908	352	2 591	336	1 034
Revenus	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Recettes	19 784	6 441	375	5 249	988	1 489
Dépenses	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Transferts courants	-1 583	-3 419	6	44	-3	-300
<b>Compte financier</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>
Investissements directs	7 677	-4 347	-333	-7 655	-158	-8 315
Français à l'étranger	-6 686	-3 956	-442	-10 097	-275	-8 102
Étrangers en France	14 363	-392	109	2 442	117	-214
Investissements de portefeuille (c)	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Avoirs	-13 294	-13 013	-755	-9 353	-2 257	-484
Actions	-1 714	-5 819	-117	-2 165	-905	-1 029
Obligations	-15 976	-7 102	-656	-8 355	-2 668	14
Instruments du marché monétaire	4 396	-91	18	1 168	1 316	531
Autres investissements	-28 607	-3 349	2 529	16 384	6 846	-2 606
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	-26 125	-13 485	2 365	11 599	6 734	-1 105

(a) Danemark, Royaume-Uni, Suède, Institutions européennes

(b) Chypre, République tchèque, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, Slovaquie, Slovénie

(c) Pas de ventilation géographique disponible pour les engagements

**Figure 9**  
**Balance des paiements (données mensuelles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2006	2007			Cumul 12 mois	
		janv.	fév.	mars	2006	2007
	mars (a)	(b)	(b)	(b)	mars (a)	mars (b)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>472</b>	<b>-1 394</b>	<b>-1 878</b>	<b>-310</b>	<b>-18 604</b>	<b>-22 259</b>
Biens	-924	-3 842	-2 738	-628	-26 154	-25 521
Services hors voyages	-427	-827	-621	-1 001	-2 021	-5 203
Voyages	377	182	70	394	8 550	8 567
Revenus	2 913	1 445	2 078	2 934	21 845	20 643
Transferts courants	-1 467	1 648	-667	-2 009	-20 824	-20 745
<b>Compte de capital</b>	<b>-463</b>	<b>320</b>	<b>20</b>	<b>-13</b>	<b>173</b>	<b>-22</b>
<b>Compte financier</b>	<b>30 009</b>	<b>21 348</b>	<b>-4 807</b>	<b>-1 075</b>	<b>42 954</b>	<b>42 466</b>
Investissements directs	5 792	-3 108	-6 802	-4 615	-23 429	-55 832
Français à l'étranger	-3 361	-8 229	-11 310	-12 894	-76 778	-115 351
Capital social	-2 024	-3 731	-1 850	-4 607	-25 397	-45 379
Bénéfices réinvestis	-1 165	-1 166	-2 022	-2 022	-13 215	-15 695
Autres opérations	-172	-3 332	-7 438	-6 265	-38 168	-54 277
Étrangers en France	9 153	5 121	4 508	8 279	53 349	59 519
Capital social	2 597	-132	-74	838	15 689	12 278
Bénéfices réinvestis	460	459	1 140	1 140	5 079	6 429
Autres opérations	6 096	4 794	3 442	6 301	32 580	40 812
Investissements de portefeuille	2 530	13 615	-15 250	15 638	-26 969	12 135
Avoirs	-2 331	-5 043	-34 478	-5 154	-204 585	-158 406
Actions	10 004	507	-12 529	19 889	-26 601	-3 958
Obligations	-6 117	-4 058	-16 239	-19 791	-155 396	-158 997
Instruments du marché monétaire	-6 218	-1 492	-5 710	-5 252	-22 588	4 549
Engagements	4 861	18 658	19 228	20 792	177 615	170 541
Actions	4 043	6 891	1 597	2 593	57 425	43 418
Obligations	2 516	3 356	18 167	15 122	102 142	134 717
Instruments du marché monétaire	-1 698	8 411	-536	3 077	18 048	-7 594
Produits financiers dérivés	-451	-2 425	448	-368	12 988	-26
Autres investissements	21 588	12 774	17 796	-11 834	74 913	94 930
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	26 676	19 731	23 686	-9 561	62 322	94 768
Avoirs de réserve	551	493	-999	104	5 457	-8 743
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>-30 018</b>	<b>-20 274</b>	<b>6 665</b>	<b>1 398</b>	<b>-24 524</b>	<b>-20 183</b>

(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

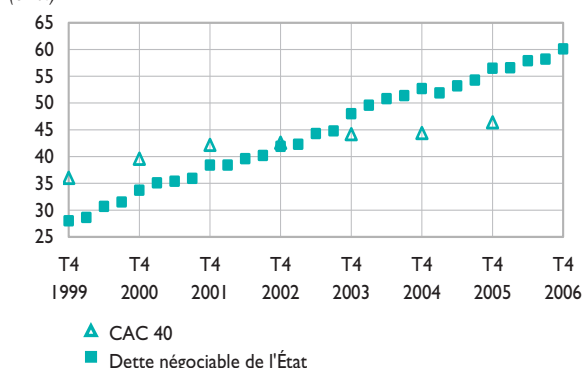
**Figure 10**  
**Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)**

(en milliards d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T4
<b>Créances</b>	<b>2 327,6</b>	<b>2 347,0</b>	<b>2 529,4</b>	<b>2 860,8</b>	<b>3 604,5</b>	<b>4 077,6</b>
Investissements directs français à l'étranger	577,4	559,1	573,6	608,8	723,2	790,4
<i>Capitaux propres</i>	409,6	390,2	380,1	404,6	462,9	500,5
<i>Autres opérations</i>	167,8	168,9	193,5	204,3	260,3	290,0
Investissements de portefeuille	826,6	888,6	1 084,4	1 283,3	1 574,1	1 764,3
(titres étrangers détenus par les résidents)						
<i>IFM (secteur résident détenteur)</i>	301,8	390,5	480,3	566,0	663,6	770,2
<i>Non IFM (secteur résident détenteur)</i>	524,8	498,1	604,1	717,2	910,5	994,1
Produits financiers dérivés	124,6	103,1	108,0	123,9	191,7	294,2
Autres investissements	732,3	737,4	707,4	788,0	1 052,4	1 154,1
<i>IFM</i>	514,2	516,4	492,0	578,9	840,7	945,6
<i>Non IFM</i>	218,1	221,0	215,4	209,1	211,7	208,5
Avoirs de réserve	66,7	58,8	56,0	56,8	63,0	74,6
<b>Engagements</b>	<b>-2 356,9</b>	<b>-2 315,0</b>	<b>-2 594,8</b>	<b>-2 939,2</b>	<b>-3 675,8</b>	<b>-4 293,3</b>
Investissements directs étrangers en France	-335,1	-367,3	-417,8	-454,9	-509,3	-564,4
<i>Capitaux propres</i>	-212,2	-232,3	-267,4	-276,7	-296,9	-319,4
<i>Autres opérations</i>	-122,9	-135,1	-150,4	-178,2	-212,4	-245,0
Investissements de portefeuille	-1 118,1	-1 054,5	-1 287,8	-1 462,1	-1 766,8	-1 973,4
(titres français détenus par les non-résidents)						
<i>IFM (secteur résident émetteur)</i>	-251,1	-242,9	-287,6	-323,2	-409,8	-483,7
<i>Non IFM (secteur résident émetteur)</i>	-866,9	-811,5	-1 000,2	-1 138,9	-1 357,0	-1 489,7
Produits financiers dérivés	-1 118,9	-107,1	-117,0	-128,5	-206,4	-318,2
Autres investissements	-784,8	-786,1	-772,2	-893,7	-1 193,4	-1 437,4
<i>IFM</i>	-622,1	-632,1	-624,2	-740,4	-1 016,1	-1 245,0
<i>Non IFM</i>	-162,7	-154,0	-148,1	-153,3	-177,2	-192,4
<b>Position nette</b>	<b>-29,3</b>	<b>32,1</b>	<b>-65,4</b>	<b>-78,4</b>	<b>-71,3</b>	<b>-215,7</b>

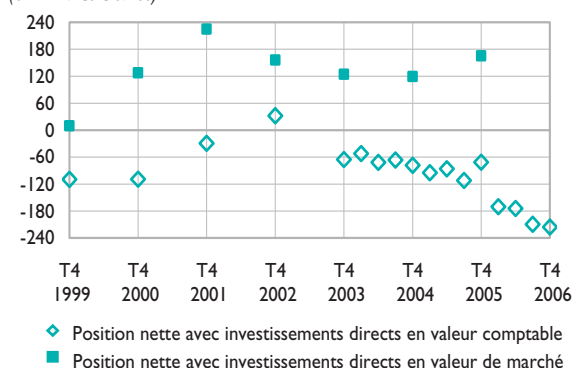
**Détention par les non-résidents des valeurs du CAC 40 et des titres de la dette négociable de l'État**

(en %)



**Position extérieure de la France**

(en milliards d'euros)



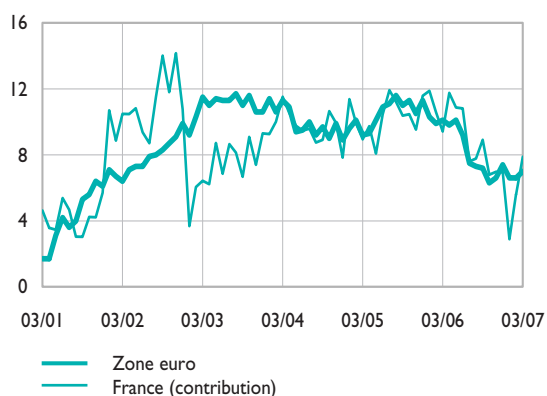
**Figure 11**  
**Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro**

(taux de croissance annuel en %)

	2004	2005	2006	2006	2006				2007		
	déc.	déc.	déc.	mars	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars
<b>M1</b>											
Zone euro (a)	8,9	11,3	7,4	10,1	7,2	6,3	6,6	7,4	6,6	6,6	7,0
France (contribution)	7,8	11,6	7,0	9,4	8,9	6,8	7,0	7,0	2,9	5,6	7,9
<b>M2</b>											
Zone euro (a)	6,6	8,5	9,3	9,0	8,4	8,2	8,8	9,3	8,9	8,8	9,4
France (contribution)	7,1	8,1	8,2	7,6	8,1	7,3	8,0	8,2	6,4	7,9	10,4
<b>M3</b>											
Zone euro (a)	6,6	7,3	9,8	8,5	8,4	8,5	9,3	9,8	9,9	10,0	10,9
France (contribution)	8,2	8,5	10,6	9,1	9,3	9,5	10,9	10,6	10,3	10,2	12,4
<b>Crédits au secteur privé</b>											
Zone euro (a)	7,2	9,2	10,8	10,8	11,4	11,2	11,2	10,8	10,6	10,3	10,5
France (b)	9,0	9,3	12,5	12,6	13,0	14,2	13,2	12,5	12,2	11,6	11,5

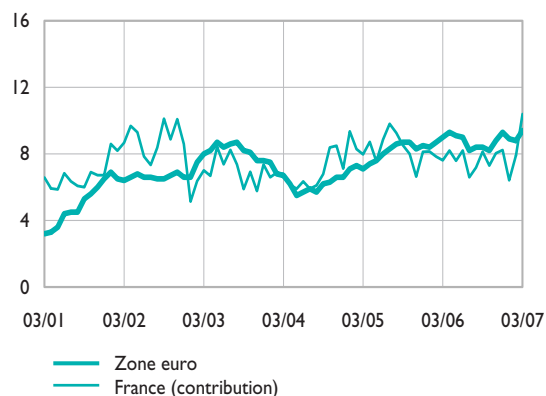
**M1**

(taux de croissance annuel en %)



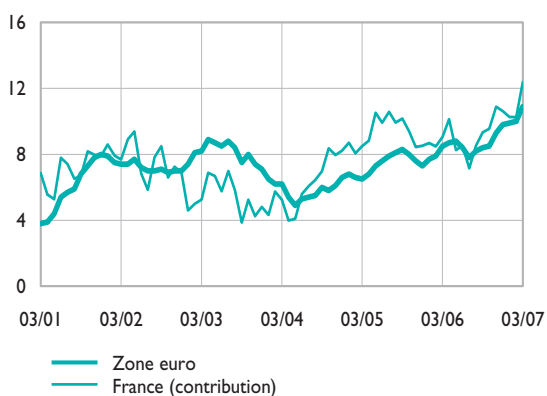
**M2**

(taux de croissance annuel en %)



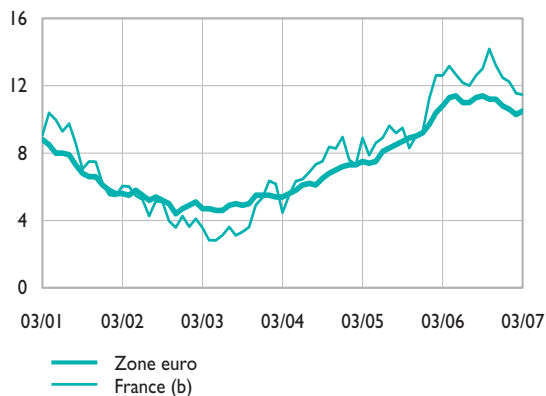
**M3**

(taux de croissance annuel en %)



**Crédits au secteur privé**

(taux de croissance annuel en %)



(a) Données corrigées des effets saisonniers et calendaires

(b) Crédits consentis par les IFM résidant en France aux résidents de la zone euro hors IFM et hors administrations centrales.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 24 mai 2007

**Figure 12**  
**Bilan de la Banque de France**

(encours en fin de période en milliards d'euros)

	2004	2005	2006	2006	2006	2007		
	déc.	déc.	déc.	mars	déc.	janv.	fév.	mars
<b>Actif</b>								
Territoire national	23,3	34,2	31,7	29,9	31,7	31,7	32,4	47,6
Crédits	17,7	27,4	23,6	23,3	23,6	21,8	20,2	32,8
IFM	17,3	27,1	23,3	23,0	23,3	21,5	19,9	32,5
Administration centrale	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Secteur privé	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Titres autres que des actions	5,5	6,8	8,1	6,6	8,1	9,9	12,2	14,8
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	5,5	6,8	8,1	6,6	8,1	9,9	12,2	14,8
Secteur privé	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actions et autres participations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres États de la zone euro	23,9	20,4	9,1	16,4	9,1	9,1	9,1	9,1
Reste du monde	22,9	22,8	37,7	25,8	37,7	33,1	35,6	36,1
Avoirs en or	30,9	39,5	42,2	43,5	42,2	44,0	43,7	43,1
Non ventilés par zones géographiques (a)	73,9	93,1	114,2	96,6	114,2	109,9	116,8	100,1
<b>Total</b>	<b>174,9</b>	<b>210,0</b>	<b>234,9</b>	<b>212,2</b>	<b>234,9</b>	<b>227,7</b>	<b>237,5</b>	<b>236,0</b>
<b>Passif</b>								
Dépôts – Territoire national	29,3	29,6	30,5	30,5	30,5	31,7	30,0	33,3
IFM	28,7	28,6	29,8	29,7	29,8	30,9	29,2	32,5
Administration centrale	0,3	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Autres secteurs (à vue)	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
Dépôts – Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	9,2	1,4
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	9,2	1,4
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts – reste du monde	7,3	8,2	16,1	9,7	16,1	14,4	17,1	17,7
Non ventilés par zone géographique	138,2	172,2	188,2	172,0	188,2	181,6	181,2	183,7
Billets et pièces en circulation (b)	97,8	110,2	122,3	108,6	122,3	116,8	117,2	119,0
Titres de créance émis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital et réserves	32,9	45,7	48,0	50,0	48,0	48,9	49,2	50,2
Autres	7,4	16,3	17,9	13,3	17,9	15,9	14,8	14,6
<b>Total</b>	<b>174,9</b>	<b>210,0</b>	<b>234,9</b>	<b>212,2</b>	<b>234,9</b>	<b>227,7</b>	<b>237,5</b>	<b>236,0</b>

(a) Y compris l'ajustement lié au nouveau mode de comptabilisation des billets au passif du bilan de la Banque de France depuis janvier 2002

(b) Depuis janvier 2002, les billets en circulation font l'objet d'un traitement statistique qui prend en compte les conventions comptables adoptées au niveau de la zone euro. Les billets en euros en circulation sont désormais émis légalement à hauteur de 8 % par la Banque centrale européenne, le solde étant réparti entre les différents pays de la zone au prorata de la part détenue par chaque banque centrale nationale dans le capital de la BCE.



**Figure 13**  
**Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France – France**

(encours en fin de période en milliards d'euros)

	2004	2005	2006	2006	2006	2007		
	déc.	déc.	déc.	mars	déc.	janv.	fév.	mars
<b>Actif</b>								
Territoire national	3 202,7	3 291,8	3 593,1	3 373,6	3 593,1	3 648,9	3 682,4	3 723,0
Crédits	2 416,4	2 523,4	2 745,1	2 562,1	2 745,1	2 792,0	2 808,6	2 849,2
IFM	1 013,1	996,3	1 062,0	979,4	1 062,0	1 091,0	1 092,8	1 114,0
APU	139,5	150,8	155,7	147,9	155,7	153,1	152,3	158,0
Secteur privé	1 263,8	1 376,4	1 527,4	1 434,8	1 527,4	1 547,8	1 563,4	1 577,3
Titres autres que des actions	461,0	455,6	481,2	483,7	481,2	489,3	487,2	491,4
IFM ≤ 2 ans	162,6	140,0	172,4	155,9	172,4	175,3	168,4	169,7
IFM > 2 ans	53,3	57,4	65,7	58,5	65,7	68,2	69,2	69,5
APU	155,8	168,6	152,7	177,4	152,7	155,0	159,4	159,4
Secteur privé	89,4	89,6	90,3	91,9	90,3	90,8	90,2	92,7
Titres d'OPCVM monétaires	67,8	78,1	77,3	78,9	77,3	78,6	80,6	85,2
Actions et autres participations	257,5	234,6	289,5	249,0	289,5	288,9	305,9	297,2
Autres États de la zone euro	555,1	727,0	848,9	787,3	848,9	899,2	917,8	927,2
Reste du monde	608,9	850,2	963,4	875,0	963,4	1 026,6	1 041,4	1 050,1
Non ventilés par zones géographiques	417,0	602,9	766,8	691,8	766,8	805,1	808,2	898,3
<b>Total</b>	<b>4 783,8</b>	<b>5 471,9</b>	<b>6 172,3</b>	<b>5 727,7</b>	<b>6 172,3</b>	<b>6 379,8</b>	<b>6 449,7</b>	<b>6 598,5</b>
<b>Passif</b>								
Dépôts – Territoire national	2 180,2	2 242,3	2 302,6	2 212,3	2 302,6	2 328,0	2 330,2	2 374,1
IFM	1 006,6	1 011,3	1 055,4	988,8	1 055,4	1 085,8	1 100,5	1 118,2
Administration centrale	43,9	45,2	16,0	51,9	16,0	16,6	18,7	22,2
Autres secteurs	1 129,6	1 185,8	1 231,2	1 171,7	1 231,2	1 225,6	1 211,0	1 233,7
Dépôts à vue	357,1	395,3	419,1	381,9	419,1	399,2	390,0	404,2
Dépôts à terme ≤ 2 ans	45,5	53,4	64,2	56,3	64,2	68,3	70,5	79,0
Dépôts à terme > 2 ans	306,4	307,1	297,3	301,3	297,3	294,5	289,4	287,7
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	377,5	392,6	416,7	400,9	416,7	423,9	423,7	424,8
Pensions	43,2	37,4	33,9	31,3	33,9	39,8	37,3	38,0
Dépôts – Autres États de la zone euro	238,6	271,1	327,5	296,2	327,5	340,3	350,9	366,5
IFM	201,5	226,4	265,8	248,0	265,8	282,0	283,6	289,7
Autres secteurs	37,1	44,7	61,7	48,2	61,7	58,3	67,3	76,8
Dépôts – reste du monde	511,7	757,2	933,3	826,9	933,3	1 030,4	1 052,2	1 031,1
Non ventilés par zones géographiques	1 853,2	2 201,3	2 608,9	2 392,3	2 608,9	2 681,1	2 716,4	2 826,9
Titres de créance émis ≤ 2 ans	259,4	271,3	335,6	311,5	335,6	351,1	341,6	339,7
Titres de créance émis > 2 ans	404,8	458,6	531,2	467,9	531,2	535,4	544,8	559,3
Titres d'OPCVM monétaires	354,1	387,8	429,6	404,2	429,6	445,6	454,1	466,5
Capital et réserves	313,8	318,7	367,9	333,5	367,9	367,5	369,4	372,1
Autres	521,1	765,0	944,6	875,2	944,6	981,5	1 006,6	1 089,3
<b>Total</b>	<b>4 783,8</b>	<b>5 471,9</b>	<b>6 172,3</b>	<b>5 727,7</b>	<b>6 172,3</b>	<b>6 379,8</b>	<b>6 449,7</b>	<b>6 598,5</b>

NB : depuis juillet 2003, les opérations financières de La Poste sont recensées dans le bilan des institutions financières monétaires. Il en résulte notamment un accroissement, à l'actif, du poste « Actions et autres participations » et, au passif, des postes « Dépôts à vue » et « Capital et réserves ».

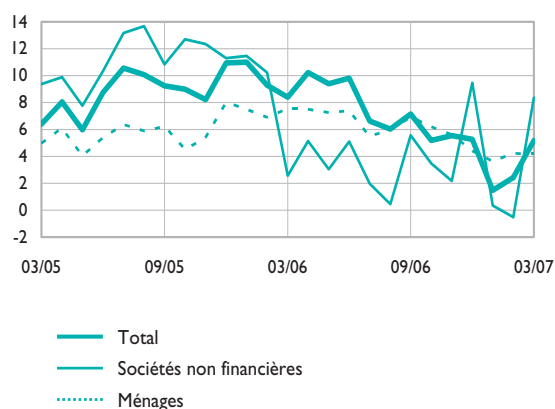
Figure 14  
Dépôts – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en %)

	2004	2005	2006	2006	2006	2007		
	déc.	déc.	déc.	mars	déc.	janv.	fév.	mars
<b>Dépôts à vue</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	384,9	425,6	446,2	404,6	446,2	419,4	413,5	424,6
Ménages et assimilés	212,9	230,1	240,0	224,6	240,0	233,8	230,2	233,7
Sociétés non financières	124,2	139,9	151,9	129,1	151,9	133,2	130,8	138,9
Administrations publiques (hors adm. centrales)	47,8	55,6	54,3	50,9	54,3	52,5	52,4	52,0
Autres agents	17,5	22,6	25,4	26,7	25,4	29,3	26,1	29,0
<b>Total – Encours</b>	<b>402,4</b>	<b>448,1</b>	<b>471,6</b>	<b>431,3</b>	<b>471,6</b>	<b>448,7</b>	<b>439,6</b>	<b>453,7</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>5,8</b>	<b>10,9</b>	<b>5,3</b>	<b>8,4</b>	<b>5,3</b>	<b>1,5</b>	<b>2,4</b>	<b>5,2</b>
<b>Comptes sur livret</b>								
Livrets A	113,5	112,1	115,4	112,2	115,4	116,1	115,8	115,6
Livrets bleus	16,3	16,9	18,3	17,2	18,3	18,6	18,6	18,7
Comptes épargne logement	38,5	39,1	38,4	38,9	38,4	38,6	38,2	38,1
Livrets de développement durable (ex-Codevi)	45,7	47,0	51,1	48,6	51,1	54,4	55,8	57,1
Livrets d'épargne populaire	56,7	56,8	58,2	56,6	58,2	57,9	58,0	58,1
Livrets jeunes	6,1	6,4	6,7	6,4	6,7	6,7	6,7	6,7
Livrets soumis à l'impôt	100,7	114,2	128,6	121,0	128,6	131,6	130,5	130,4
<b>Total – Encours</b>	<b>377,5</b>	<b>392,6</b>	<b>416,7</b>	<b>400,9</b>	<b>416,7</b>	<b>423,9</b>	<b>423,7</b>	<b>424,8</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>7,3</b>	<b>4,0</b>	<b>6,2</b>	<b>4,5</b>	<b>6,2</b>	<b>6,3</b>	<b>6,1</b>	<b>6,0</b>

## Dépôts à vue

(en taux de croissance annuel)



## Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)

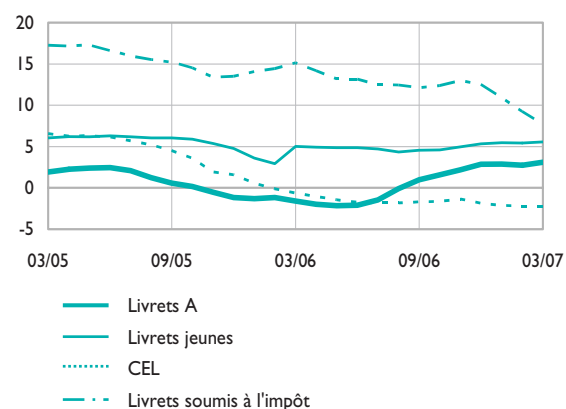


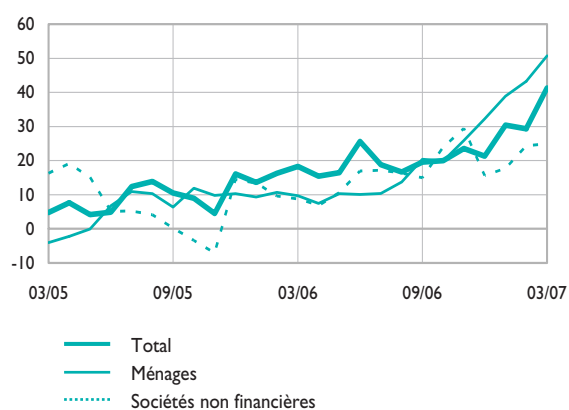
Figure 15  
Dépôts à terme – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en %)

	2004	2005	2006	2006	2006	2007		
	déc.	déc.	déc.	mars	déc.	janv.	fév.	mars
<b>Dépôts à terme ≤ 2 ans</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	41,7	47,6	58,0	48,5	58,0	60,9	63,8	65,5
Ménages et assimilés	18,6	20,8	27,2	21,0	27,2	28,6	29,9	31,4
Sociétés non financières	22,8	26,5	30,4	27,1	30,4	31,7	33,3	33,6
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,3	0,3	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6
Autres agents	3,8	5,8	6,3	7,8	6,3	7,4	6,7	13,5
<b>Total – Encours</b>	<b>45,5</b>	<b>53,4</b>	<b>64,2</b>	<b>56,3</b>	<b>64,2</b>	<b>68,3</b>	<b>70,5</b>	<b>79,0</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>-7,6</b>	<b>16,1</b>	<b>21,3</b>	<b>18,3</b>	<b>21,3</b>	<b>30,4</b>	<b>29,3</b>	<b>41,2</b>
<b>Dépôts à terme &gt; 2 ans</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	295,8	294,9	273,6	283,5	273,6	271,6	268,8	266,8
Ménages et assimilés	282,6	281,4	260,1	270,3	260,1	258,0	255,2	253,0
PEL	224,2	225,6	206,1	215,3	206,1	204,0	201,2	198,9
PEP	42,5	39,0	35,0	37,5	35,0	34,8	34,4	34,0
Autres	15,9	16,8	19,1	17,6	19,1	19,2	19,7	20,2
Sociétés non financières	13,1	13,5	13,4	13,1	13,4	13,5	13,6	13,7
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres agents	10,6	12,1	23,7	17,8	23,7	22,9	20,6	20,9
<b>Total – Encours</b>	<b>306,4</b>	<b>307,1</b>	<b>297,3</b>	<b>301,3</b>	<b>297,3</b>	<b>294,5</b>	<b>289,4</b>	<b>287,7</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>2,3</b>	<b>0,2</b>	<b>-4,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,5</b>

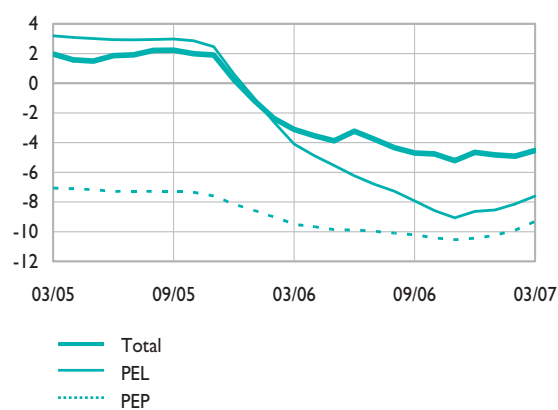
#### Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



#### Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)

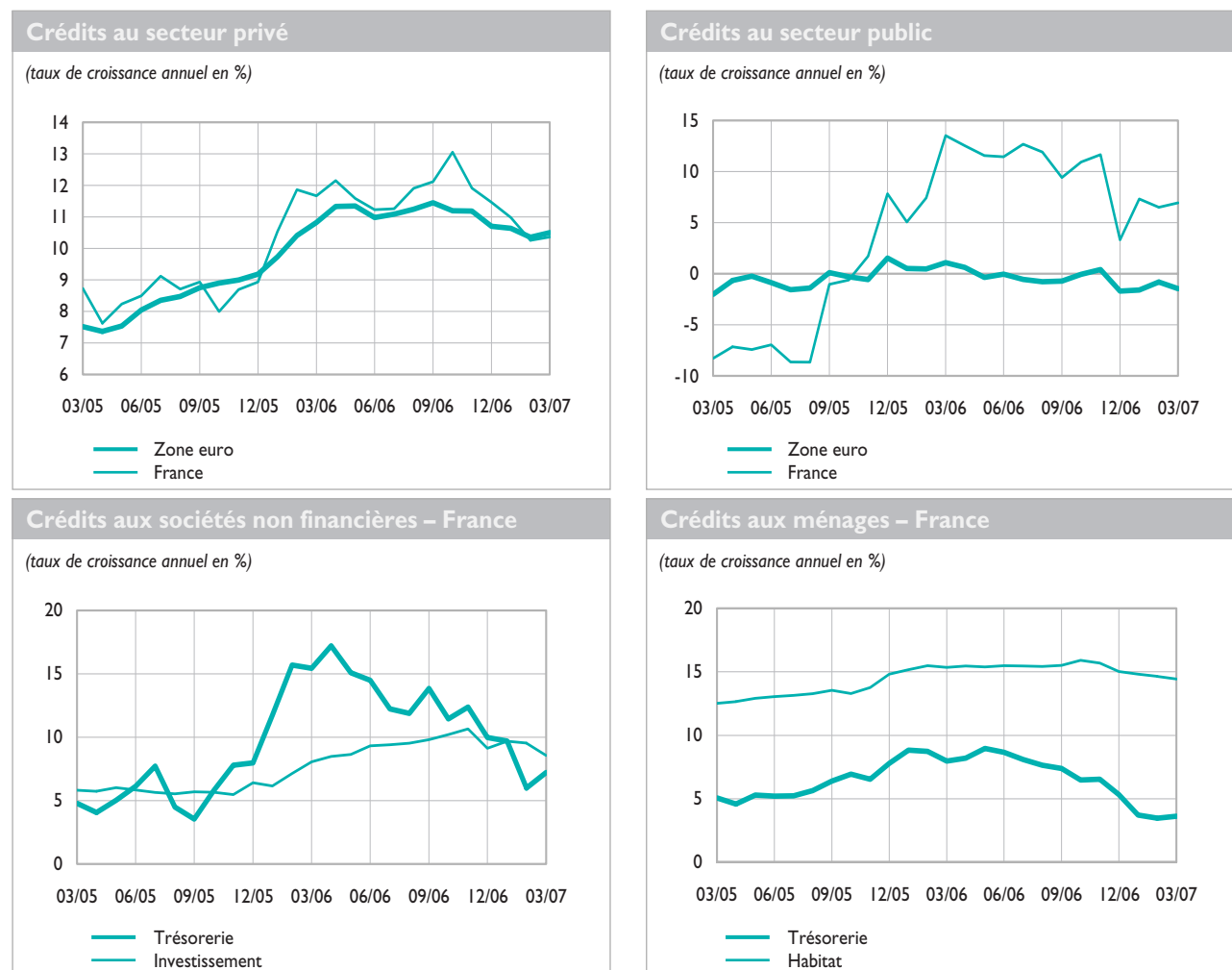


**Figure 16**  
**Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français – France**

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance annuel en %)

	2004	2005	2006	2006	2006	2006	2007	2007	2007
	déc.	déc.	déc.	mars	nov.	déc.	janv.	fév.	mars
<b>Crédits des institutions financières monétaires</b>									
Secteur privé	1 264,0	1 376,6	1 527,6	1 435,1	1 517,0	1 527,6	1 548,0	1 563,6	1 577,4
Administrations publiques	139,7	150,9	155,8	147,9	150,6	155,8	153,2	152,4	158,1
<b>Total – Encours</b>	<b>1 403,7</b>	<b>1 527,5</b>	<b>1 683,4</b>	<b>1 583,0</b>	<b>1 667,6</b>	<b>1 683,4</b>	<b>1 701,2</b>	<b>1 716,0</b>	<b>1 735,6</b>
Secteur privé	8,3	8,9	11,5	11,7	11,9	11,5	11,0	10,3	10,4
Administrations publiques	-0,5	7,8	3,3	13,5	11,6	3,3	7,3	6,5	6,9
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>7,4</b>	<b>8,8</b>	<b>10,7</b>	<b>11,8</b>	<b>11,9</b>	<b>10,7</b>	<b>10,6</b>	<b>9,9</b>	<b>10,0</b>
<b>Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières</b>									
Investissement	216,3	229,9	250,7	235,8	248,5	250,7	253,3	254,9	255,8
Trésorerie	144,4	156,7	171,4	164,9	171,1	171,4	175,0	171,8	176,0
Autres objets	180,9	193,0	208,4	195,9	204,5	208,4	206,8	208,1	210,5
<b>Total – Encours</b>	<b>541,5</b>	<b>579,6</b>	<b>630,5</b>	<b>596,5</b>	<b>624,1</b>	<b>630,5</b>	<b>635,1</b>	<b>634,8</b>	<b>642,3</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>6,0</b>	<b>7,2</b>	<b>9,3</b>	<b>10,6</b>	<b>10,3</b>	<b>9,3</b>	<b>9,4</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>
<b>Crédits des établissements de crédit aux ménages</b>									
Habitat	438,1	503,6	578,6	520,2	570,2	578,6	583,7	588,6	594,7
Trésorerie	118,7	128,0	134,7	128,5	133,2	134,7	132,8	132,2	133,1
Autres objets	82,8	81,4	79,4	80,5	80,4	79,4	80,7	80,8	81,4
<b>Total – Encours</b>	<b>639,5</b>	<b>712,9</b>	<b>792,7</b>	<b>729,2</b>	<b>783,8</b>	<b>792,7</b>	<b>797,2</b>	<b>801,6</b>	<b>809,2</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>9,6</b>	<b>11,9</b>	<b>11,6</b>	<b>12,2</b>	<b>12,2</b>	<b>11,6</b>	<b>11,2</b>	<b>11,3</b>	<b>11,3</b>

**Figure 17**  
**Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement – France (a) et zone euro**



(a) Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français

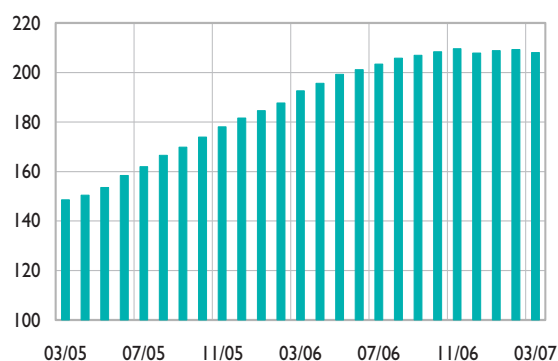
**Figure 18**  
**Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France**

(hors découvert, en cumul sur 12 mois, montants en milliards d'euros)

	2006			2007		
	janv.	fév.	mars	janv.	fév.	mars
<b>Ensemble des contrats nouveaux</b>	<b>486,1</b>	<b>499,4</b>	<b>508,6</b>	<b>521,8</b>	<b>513,8</b>	<b>508,8</b>
<b>Crédits aux ménages</b>	<b>184,6</b>	<b>187,6</b>	<b>192,6</b>	<b>208,8</b>	<b>209,3</b>	<b>208,0</b>
Consommation (hors découvert)	49,2	49,4	49,9	53,8	54,0	54,2
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	42,6	42,3	42,4	34,4	33,8	32,6
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	92,8	96,0	100,3	120,7	121,5	121,2
<b>Crédits aux sociétés non financières</b>	<b>301,6</b>	<b>311,8</b>	<b>316,0</b>	<b>313,0</b>	<b>304,5</b>	<b>300,7</b>
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	232,9	241,9	241,7	216,9	205,6	202,6
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	68,7	69,9	74,3	96,1	98,9	98,2

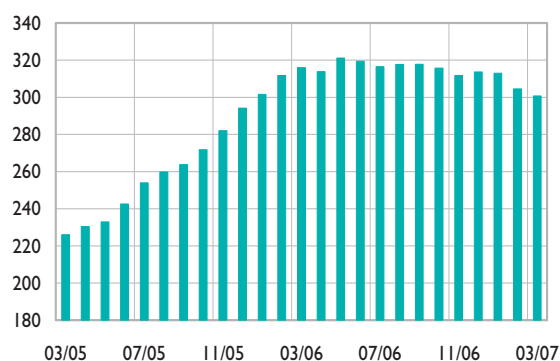
### Ménages

(en milliards d'euros)



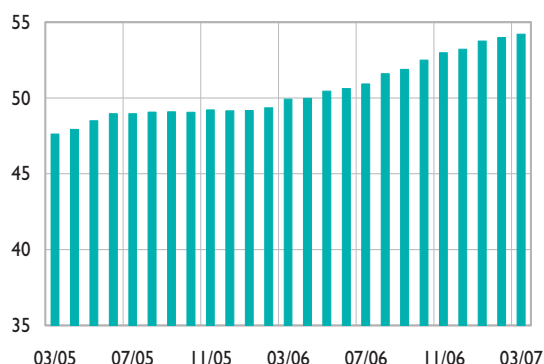
### Sociétés

(en milliards d'euros)



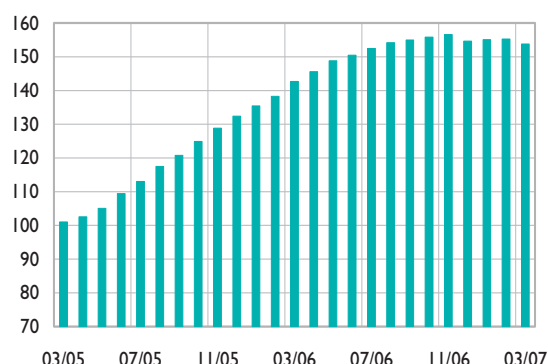
### Consommation des ménages (hors découvert)

(en milliards d'euros)



### Habitat des ménages

(en milliards d'euros)



Données révisées sur l'ensemble de la période

(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période sur laquelle le taux d'un crédit est fixe.

Pfit ≤ 1 an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits à taux fixe de durée initiale ≤ 1 an

Pfit > 1 an : crédits à taux révisable selon une périodicité supérieure à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale > 1 an

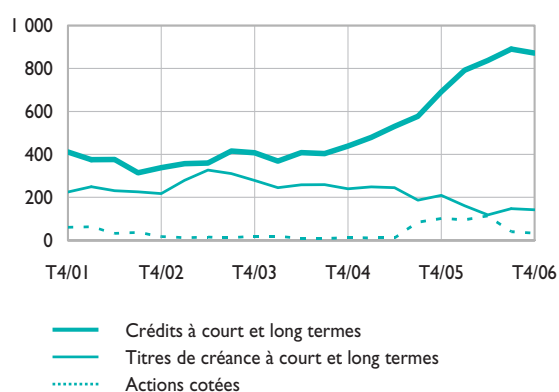
Figure 19  
Financements et placements des agents non financiers – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005	2006				2006	2006
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	déc.
<b>Financements</b>							
<b>Endettement</b>	<b>924,6</b>	<b>989,4</b>	<b>977,2</b>	<b>1 056,5</b>	<b>1 025,1</b>	<b>227,4</b>	<b>16 371,6</b>
Crédits à court terme	91,7	118,3	124,2	158,8	148,8	34,4	1 801,6
Crédits à long terme	600,4	673,7	713,8	731,5	722,8	222,4	8 647,2
Titres de créance à court terme	-0,9	-7,3	-17,8	-8,7	4,0	-22,6	824,8
Titres de créance à long terme	209,6	168,1	136,2	156,4	137,7	-15,4	4 771,3
Dépôts reçus par les administrations publiques (a)	23,9	36,6	20,8	18,5	11,7	8,6	326,7
<b>Émissions d'actions et fonds de pension</b>							
Actions cotées	101,6	95,9	113,5	40,5	33,0	12,4	4 448,0
Réserves pour fonds de pension des SNF	12,6	12,8	12,3	12,2	12,3	3,3	326,1
<b>Placements</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>							
Monnaie fiduciaire	53,3	49,8	47,1	46,9	47,8	26,5	513,3
Dépôts à vue	230,2	182,3	174,6	164,2	163,8	118,8	2 721,1
Dépôts remboursables avec préavis	45,3	47,1	32,0	23,0	12,7	3,8	1 500,5
Dépôts à terme à moins de 2 ans	26,2	70,1	108,0	152,1	202,4	85,2	1 795,6
Dépôts des administrations centrales	10,9	5,4	-3,4	21,4	-16,2	-46,4	156,9
Dépôts auprès des non IFM	21,9	31,7	23,7	19,9	14,5	12,2	373,8
Titres de créance à court terme	-15,2	19,8	20,5	31,8	47,3	-6,1	163,4
Titres d'OPCVM monétaires	-1,2	-3,0	-4,5	1,8	2,4	-9,1	350,7
Pensions sur titres auprès des IFM	-8,2	2,1	7,1	16,1	17,7	4,0	97,9
<b>Placements à moyen et long termes</b>							
Dépôts à terme à plus de 2 ans	112,2	126,7	129,6	135,8	138,6	50,5	1 663,6
Titres de créance à moyen et long termes	44,0	52,9	62,8	92,4	110,8	32,6	1 848,1
Actions cotées	30,9	-15,0	15,7	32,0	0,9	-27,9	3 373,3
Assurance-vie et fonds de pension	324,1	329,7	314,5	303,9	282,8	71,5	5 050,1
Titres d'OPCVM non monétaires	91,4	68,8	47,1	-6,3	-25,8	-6,6	1 848,8

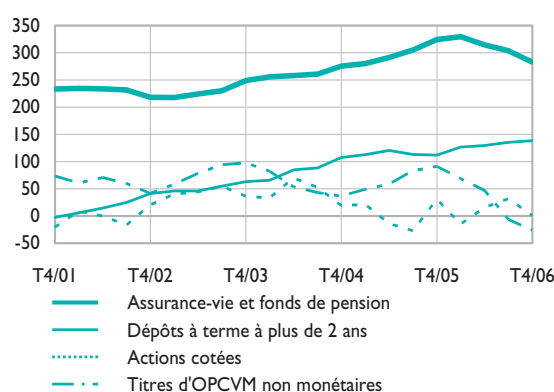
#### Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



#### Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) La série antérieurement disponible : « Dépôts reçus par les administrations centrales » est remplacée par une série plus large « Dépôts reçus par les administrations publiques ».

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 24 mai 2007

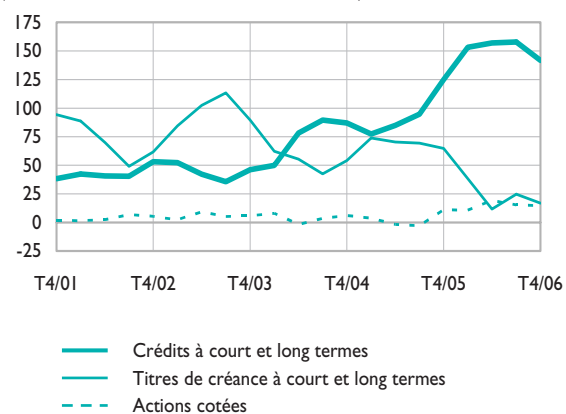
**Figure 20**  
Financements et placements des agents non financiers – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005	2006				2006	2006
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	déc.
<b>Financements (a)</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>228,6</b>	<b>239,4</b>	<b>226,7</b>	<b>229,7</b>	<b>213,5</b>	<b>44,1</b>	<b>2 996,4</b>
Crédits à court terme	11,5	21,8	19,8	21,4	5,4	-6,5	219,0
Crédits à long terme	113,4	131,4	137,3	136,3	136,4	46,6	1 413,0
Crédits obtenus auprès des non-résidents	38,9	47,7	57,9	47,2	54,8	17,9	361,4
Titres de créance à court terme	-3,9	-19,6	-27,6	-24,5	-27,6	-8,5	107,6
Titres de créance à long terme	68,6	58,1	39,3	49,2	44,5	-5,3	1 206,1
<b>Émissions d'actions et autres parts sociales</b>	<b>75,3</b>	<b>76,7</b>	<b>91,5</b>	<b>86,2</b>	<b>97,6</b>	<b>38,4</b>	<b>4 481,4</b>
Actions cotées	11,2	10,7	19,2	15,4	14,6	11,4	1 366,5
Autres types de parts sociales	64,1	66,0	72,3	70,8	83,0	27,0	3 114,9
<b>Placements</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>84,3</b>	<b>112,8</b>	<b>65,7</b>	<b>78,9</b>	<b>68,3</b>	<b>23,6</b>	<b>1 334,4</b>
Monnaie fiduciaire	4,2	4,1	4,5	4,2	4,4	2,3	44,4
Dépôts à vue	38,9	26,3	28,9	23,7	21,9	30,8	446,2
Placements à vue	15,0	16,9	14,7	19,1	23,7	8,8	411,1
Dépôts à terme à moins de 2 ans	5,3	4,2	6,4	8,2	10,9	3,8	58,0
Dépôts des administrations centrales	1,3	13,7	-5,9	-7,8	-28,6	-8,2	16,0
Autres dépôts (à l'étranger ...)	3,6	12,6	-10,4	-10,0	2,0	-2,2	103,5
Titres de créance à court terme émis par les IFM	6,6	17,1	13,1	13,6	12,8	-2,0	27,5
Titres d'OPCVM monétaires	11,0	12,9	8,7	17,6	12,8	-8,0	218,4
Pensions sur titres auprès des IFM	-0,8	-1,6	-0,6	-0,3	0,0	0,6	1,0
Autres titres à court terme	-0,7	6,7	6,3	10,8	8,4	-2,5	8,4
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>156,0</b>	<b>137,2</b>	<b>142,3</b>	<b>137,8</b>	<b>136,7</b>	<b>51,0</b>	<b>5 697,6</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	-0,8	-12,6	-16,5	-19,1	-21,4	0,3	273,6
Placements de type obligataire	14,2	16,4	13,3	0,4	2,3	6,0	170,6
Placements de type actions et autres participations	62,6	51,8	54,0	63,6	54,8	23,8	3 882,5
Assurance-vie et fonds de pension	82,0	87,7	91,0	90,2	88,8	16,5	1 124,6
Autres titres d'OPCVM non monétaires (b)	-1,9	-6,0	0,4	2,7	12,2	4,4	246,3

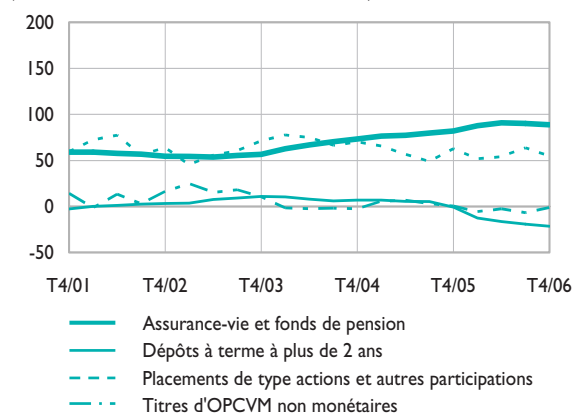
### Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



### Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Compte tenu de son poids devenu très faible, la rubrique « Financement monétaire du Trésor public » n'est plus identifiée et ses composantes sont intégrées aux rubriques de crédit.

(b) Titres d'OPCVM des catégories suivantes : OPCVM diversifiés, OPCVM de fonds alternatifs, OPCVM garantis et fonds à formule

Source : Banque de France

Réalisé le 24 mai 2007



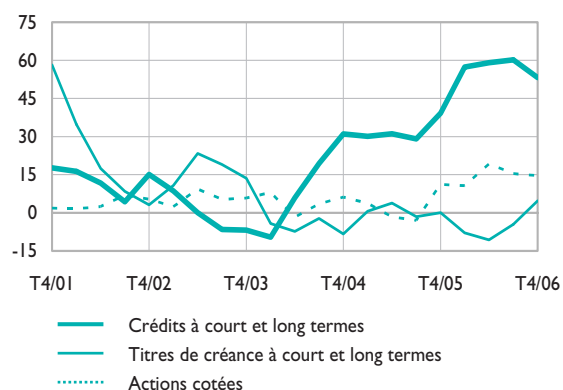
**Figure 21**  
**Financements et placements des sociétés non financières – France**

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005	2006				2006	2006
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	déc.
<b>Financements des sociétés non financières</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>78,2</b>	<b>97,1</b>	<b>106,3</b>	<b>102,8</b>	<b>112,6</b>	<b>36,0</b>	<b>948,7</b>
Crédits à court terme	7,2	10,9	10,3	13,2	7,3	5,0	156,8
Crédits à long terme	32,0	46,5	48,7	47,0	45,8	11,3	504,2
Crédits obtenus auprès des non-résidents	38,9	47,7	57,9	47,2	54,8	17,9	361,4
Titres de créance à court terme	3,8	-3,1	-6,9	-2,4	3,0	-1,2	30,1
Titres de créance à long terme	-3,8	-4,9	-3,7	-2,1	1,7	3,0	262,2
<b>Émissions d'actions et autres parts sociales</b>	<b>75,3</b>	<b>76,7</b>	<b>91,5</b>	<b>86,2</b>	<b>97,6</b>	<b>38,4</b>	<b>4 481,4</b>
Actions cotées	11,2	10,7	19,2	15,4	14,6	11,4	1 366,5
Autres types de parts sociales	64,1	66,0	72,3	70,8	83,0	27,0	3 114,9
<b>Placements des sociétés non financières</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>33,3</b>	<b>31,5</b>	<b>29,4</b>	<b>42,3</b>	<b>42,1</b>	<b>8,0</b>	<b>370,9</b>
Monnaie fiduciaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
Dépôts à vue	14,0	3,1	6,5	7,1	13,1	15,3	151,9
Placements à vue	0,0	-1,2	-2,1	-1,4	-1,3	-0,3	3,0
Dépôts à terme à moins de 2 ans	3,3	2,2	4,1	3,8	4,1	1,6	30,4
Autres dépôts (à l'étranger ...)	0,0	-0,3	-0,5	-0,5	-0,3	0,0	0,8
Titres de créance à court terme émis par les IFM	6,7	16,3	12,2	12,3	11,6	-1,8	20,9
Titres d'OPCVM monétaires	10,0	11,7	8,7	15,7	10,8	-6,0	158,5
Pensions sur titres auprès des IFM	-0,8	-1,6	-0,6	-0,3	0,0	0,6	1,0
Autres titres à court terme	-0,1	1,3	0,9	5,6	4,1	-1,4	4,1
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>42,9</b>	<b>47,2</b>	<b>53,4</b>	<b>50,9</b>	<b>60,2</b>	<b>32,8</b>	<b>2 912,5</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	0,3	-0,5	0,9	1,1	0,1	-0,3	13,4
Placements de type obligataire	10,4	7,7	2,7	-4,4	-0,5	5,2	55,1
Placements de type actions et autres participations	36,8	45,5	53,2	59,6	63,1	28,0	2 807,7
Autres titres d'OPCVM non monétaires (a)	-4,6	-5,5	-3,5	-5,5	-2,5	-0,1	36,2

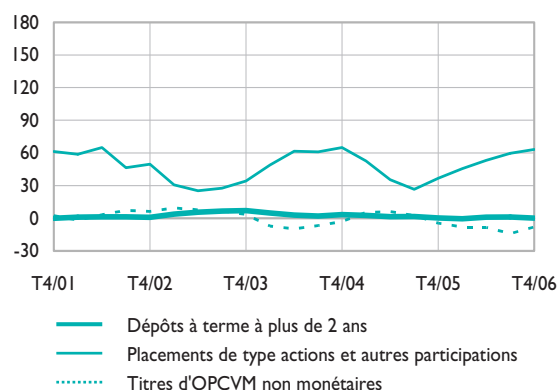
#### Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



#### Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Titres d'OPCVM des catégories suivantes : OPCVM diversifiés, OPCVM de fonds alternatifs, OPCVM garantis et fonds à formule

Source : Banque de France

Réalisé le 24 mai 2007

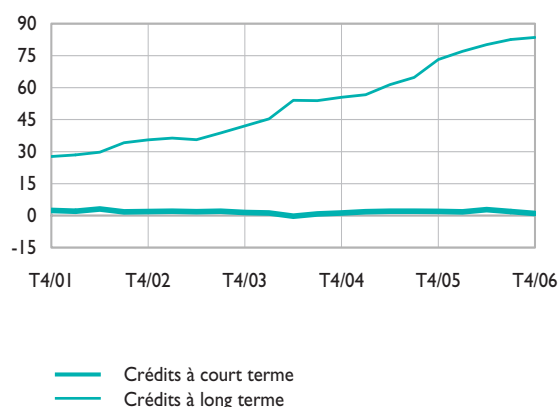
**Figure 22**  
**Financements et placements des ménages – France**

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005	2006				2006	2006
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	déc.
<b>Financements des ménages</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>75,2</b>	<b>78,9</b>	<b>83,0</b>	<b>84,5</b>	<b>84,5</b>	<b>22,8</b>	<b>815,0</b>
Crédits à court terme	2,0	1,8	2,8	1,9	1,0	0,7	40,1
Crédits à long terme	73,2	77,1	80,2	82,6	83,5	22,1	774,9
<b>Placements des ménages</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>40,2</b>	<b>52,9</b>	<b>28,5</b>	<b>36,1</b>	<b>50,7</b>	<b>14,8</b>	<b>871,8</b>
Monnaie fiduciaire	4,2	4,1	4,4	4,2	4,4	2,3	43,9
Dépôts à vue	17,1	15,8	16,0	15,2	10,1	5,6	240,0
Placements à vue	14,9	18,1	16,9	20,5	25,2	9,2	407,8
Dépôts à terme à moins de 2 ans	1,9	1,9	2,0	4,2	6,6	2,2	27,2
Autres dépôts (à l'étranger ...)	3,6	12,8	-9,9	-9,5	2,3	-2,2	102,7
Titres de créance à court terme émis par les IFM	-0,1	0,8	0,6	0,9	0,8	-0,2	4,5
Titres d'OPCVM monétaires	-1,3	-0,5	-1,7	0,7	1,2	-2,2	45,6
Autres titres à court terme	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>104,0</b>	<b>95,3</b>	<b>92,8</b>	<b>89,5</b>	<b>80,1</b>	<b>18,0</b>	<b>2 406,4</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	-1,1	-12,1	-17,3	-20,2	-21,5	0,6	260,2
Placements de type obligataire	-2,5	-2,6	-3,1	-3,9	-4,6	-1,2	68,8
Placements de type actions et autres participations	22,7	21,9	18,3	15,6	6,8	0,1	767,9
Assurance-vie et fonds de pension	82,0	87,7	91,0	90,2	88,8	16,5	1 124,6
Autres titres d'OPCVM non monétaires (a)	3,0	0,5	4,0	7,8	10,5	2,1	185,0

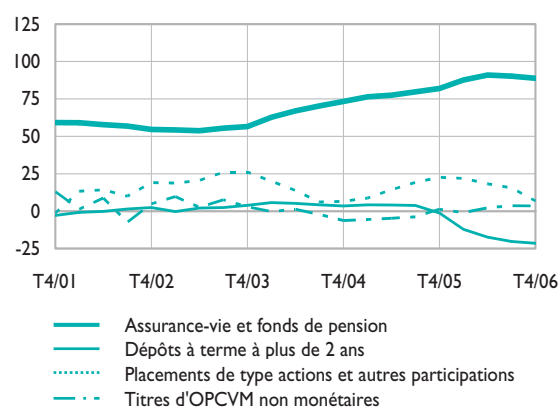
### Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



### Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Titres d'OPCVM des catégories suivantes : OPCVM diversifiés, OPCVM de fonds alternatifs, OPCVM garantis et fonds à formule

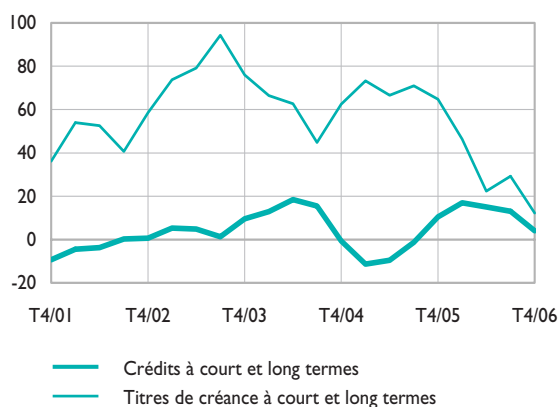
**Figure 23**  
**Financements et placements des administrations publiques – France**

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005	2006				2006	2006
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	déc.
<b>Financements des administrations publiques (a)</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>75,2</b>	<b>63,4</b>	<b>37,3</b>	<b>42,4</b>	<b>16,3</b>	<b>-14,6</b>	<b>1 232,6</b>
Crédits à court terme	2,3	9,2	6,7	6,4	-2,9	-12,2	22,0
Crédits à long terme	8,2	7,8	8,3	6,7	7,0	13,2	133,9
Titres de créance à court terme	-7,7	-16,5	-20,6	-22,1	-30,6	-7,3	77,5
Titres de créance à long terme	72,4	62,9	43,0	51,4	42,8	-8,3	943,8
<b>Placements des administrations publiques</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>10,8</b>	<b>28,4</b>	<b>7,8</b>	<b>0,5</b>	<b>-24,5</b>	<b>0,9</b>	<b>91,7</b>
Monnaie fiduciaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts à vue	7,8	7,4	6,4	1,4	-1,3	9,9	54,3
Placements à vue	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,2
Dépôts à terme à moins de 2 ans	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	0,5
Dépôts des administrations centrales	1,3	13,7	-5,9	-7,8	-28,6	-8,2	16,0
Autres dépôts (à l'étranger ...)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Titres de créance à court terme émis par les IFM	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	-0,1	2,1
Titres d'OPCVM monétaires	2,3	1,7	1,6	1,2	0,7	0,1	14,3
Autres titres à court terme	-0,6	5,4	5,3	5,3	4,3	-1,0	4,3
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>9,1</b>	<b>-5,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>0,3</b>	<b>378,8</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Placements de type obligataire	6,3	11,4	13,8	8,7	7,4	2,1	46,7
Placements de type actions et autres participations	3,2	-15,7	-17,5	-11,6	-15,1	-4,2	306,9
Autres titres d'OPCVM non monétaires (b)	-0,4	-0,9	-0,1	0,4	4,2	2,4	25,1

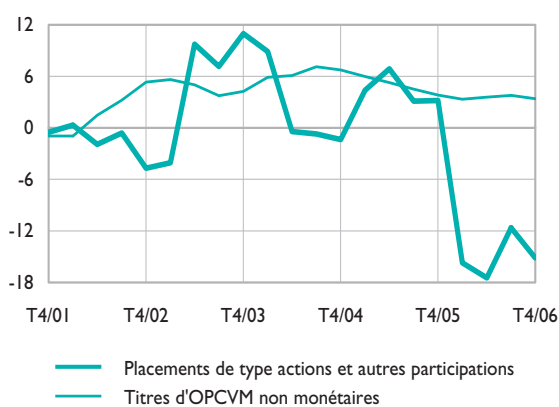
#### Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



#### Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Compte tenu de son poids devenu très faible, la rubrique « Financement monétaire du Trésor public » n'est plus identifiée et ses composantes sont intégrées aux rubriques de crédit.

(b) Titres d'OPCVM des catégories suivantes : OPCVM diversifiés, OPCVM de fonds alternatifs, OPCVM garantis et fonds à formule

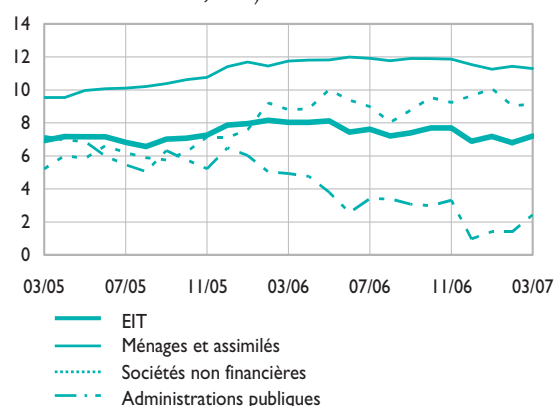
**Figure 24**  
**Endettement Intérieur Total (EIT), répartition par instruments – France**

(taux de croissance en % et encours fin de période en milliards d'euros)

	Taux de croissance annuel						Encours
	2004	2005	2006	2007			2007
	déc.	déc.	déc.	janv.	fév.	mars	mars
<b>Endettement Intérieur Total</b>	<b>6,6</b>	<b>7,9</b>	<b>6,9</b>	<b>7,2</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>	<b>3 326,0</b>
Ménages et assimilés (a)	9,4	11,4	11,5	11,3	11,4	11,3	831,6
≤ 1 an	3,5	5,3	5,2	3,6	2,8	5,4	41,1
> 1 an	9,8	11,8	11,9	11,7	11,9	11,6	790,5
Sociétés non financières	4,5	7,1	9,6	10,1	9,0	9,1	1 329,6
≤ 1 an	8,1	11,2	10,5	10,7	9,5	10,0	495,4
> 1 an	2,6	4,8	9,1	9,7	8,8	8,6	834,2
Administrations publiques	7,1	6,5	1,0	1,4	1,4	2,4	1 164,8
≤ 1 an	1,2	-3,4	-21,5	-21,9	-21,0	-11,2	118,4
> 1 an	8,2	8,1	4,2	4,8	4,5	4,2	1 046,5
<b>Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)</b>	<b>6,8</b>	<b>9,1</b>	<b>9,6</b>	<b>9,9</b>	<b>9,4</b>	<b>9,4</b>	<b>1 663,4</b>
Ménages et assimilés (a)	9,4	11,4	11,5	11,3	11,4	11,3	831,6
≤ 1 an	3,5	5,3	5,2	3,6	2,8	5,4	41,1
> 1 an	9,8	11,8	11,9	11,7	11,9	11,6	790,5
Sociétés non financières	5,7	6,9	8,7	8,9	7,7	7,6	672,8
≤ 1 an	4,5	5,0	5,7	5,7	3,6	6,0	163,7
> 1 an	6,1	7,5	9,8	10,0	9,1	8,2	509,0
Administrations publiques (c)	-0,5	7,4	3,2	7,2	6,4	6,8	159,0
≤ 1 an	-9,6	10,0	-11,4	-12,6	-16,1	-20,0	22,0
> 1 an	1,4	6,9	6,0	11,3	11,3	12,9	137,1
<b>Crédits obtenus auprès des non-résidents (d)</b>	<b>9,0</b>	<b>14,1</b>	<b>17,7</b>	<b>18,8</b>	<b>17,6</b>	<b>14,9</b>	<b>369,8</b>
<b>Financements de marché</b>	<b>5,8</b>	<b>5,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>2,6</b>	<b>1 292,8</b>
Sociétés non financières (e)	-2,2	0,8	3,5	3,7	3,0	6,3	297,3
≤ 1 an	1,0	14,3	7,7	0,8	-3,6	12,9	34,2
> 1 an	-2,5	-0,4	3,0	4,0	3,8	5,5	263,1
Administrations publiques	8,7	6,4	0,3	0,3	0,4	1,5	995,5
≤ 1 an	4,7	-6,7	-28,3	-27,9	-26,2	-11,9	86,1
> 1 an	9,3	8,3	4,0	3,9	3,6	3,0	909,4

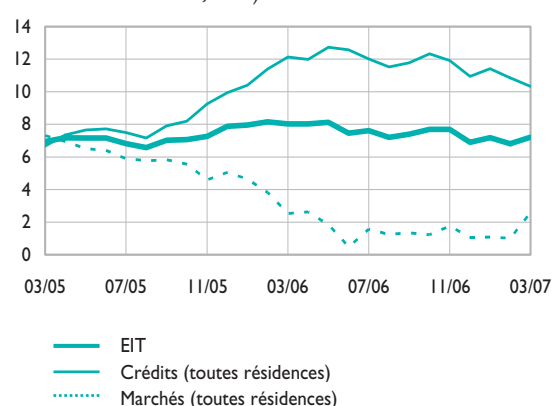
#### EIT – Répartition par agents

(taux de croissance annuel, en %)



#### EIT – Répartition par nature de financement

(taux de croissance annuel, en %)



(a) Ménages + institutions sans but lucratif au service des ménages

(b) Institutions financières : institutions financières monétaires + autres intermédiaires financiers

(c) Dont dépôts du secteur privé, y compris par l'intermédiaire de La Poste, auprès du Trésor public jusqu'en juillet 2003.

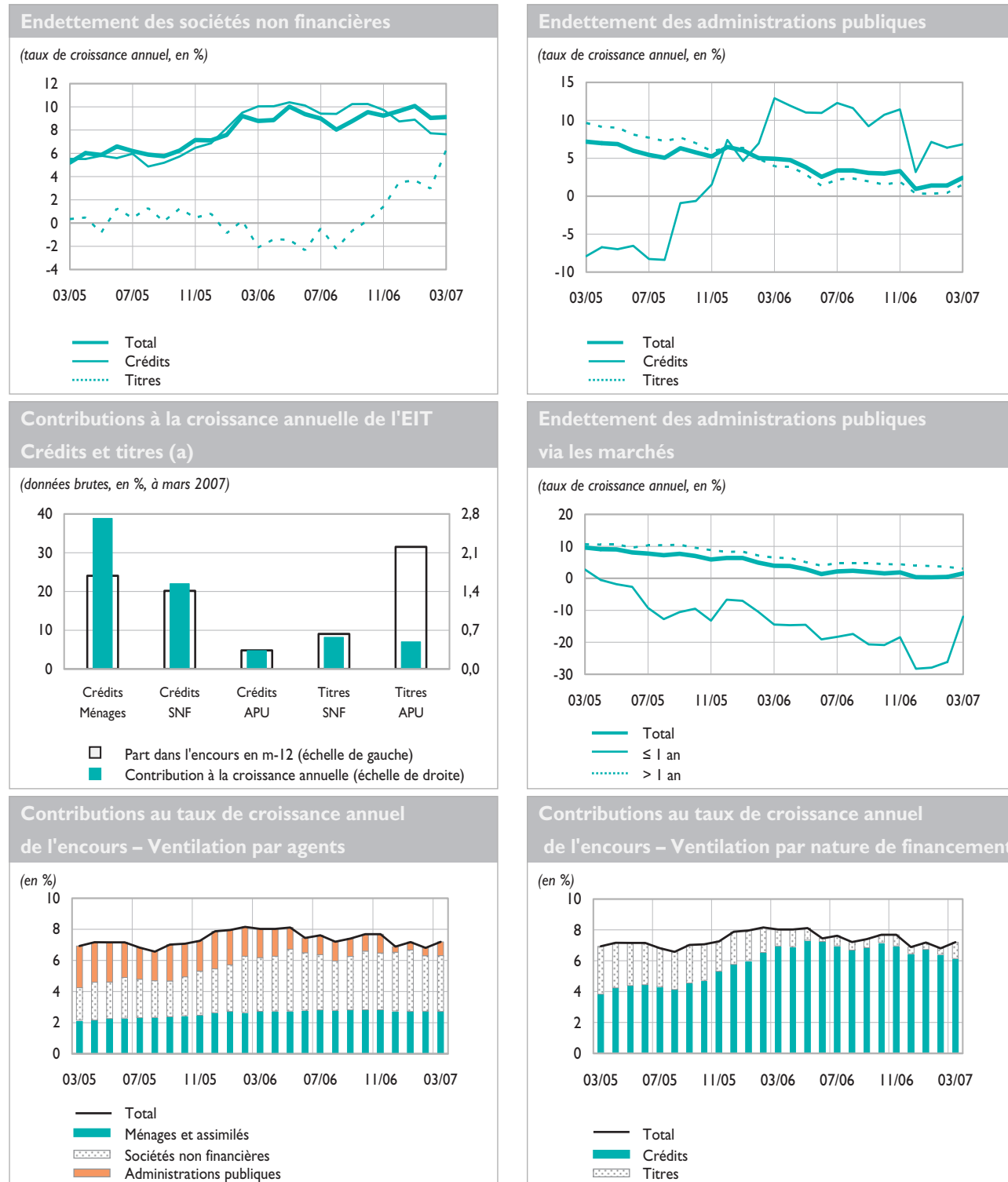
(d) Prêts entre unités n'appartenant pas au même groupe + prêts obtenus dans le cadre d'investissements directs + crédits commerciaux + dépôts des non-résidents auprès du Trésor public.

(e) Le reclassement de véhicules émetteurs de billets de trésorerie adossés à des opérations de titrisation du secteur des SNF vers celui des IF a conduit à réviser les séries d'endettement des SNF depuis l'année 2000.

Source : Banque de France

Réalisé le 24 mai 2007

Figure 25  
Endettement Intérieur Total (EIT) – France



(a) Hors crédits obtenus auprès des non-résidents

Source : Banque de France

Réalisé le 24 mai 2007

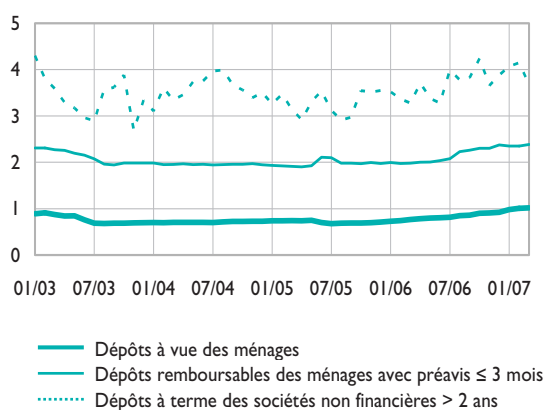
**Figure 26**  
**Rémunération des dépôts – France et zone euro**

(taux mensuels moyens en %)

	2005	2006	2006	2006		2007		
	déc.	déc.	mars	nov.	déc.	janv.	fév.	mars
<b>Zone euro</b>								
Dépôts à vue des ménages	0,71	0,92	0,76	0,91	0,92	0,98	1,00	1,02
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,97	2,38	1,98	2,30	2,38	2,35	2,35	2,39
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,55	3,88	3,28	3,66	3,88	4,07	4,15	3,69
<b>France</b>								
Livret A (fin de période)	2,00	2,75	2,25	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75
Livrets à taux réglementés	2,10	2,82	2,35	2,82	2,82	2,82	2,82	2,82
Livrets à taux de marché	2,18	2,70	2,35	2,67	2,70	2,75	2,68	2,77
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,65	3,38	2,70	3,26	3,38	3,46	3,54	3,55
Dépôts à terme > 2 ans	3,68	3,52	3,54	3,53	3,52	3,57	3,51	3,53

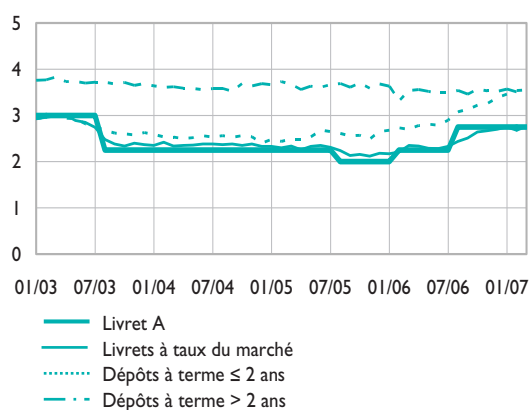
#### Zone euro

(taux mensuels moyens en %)



#### France

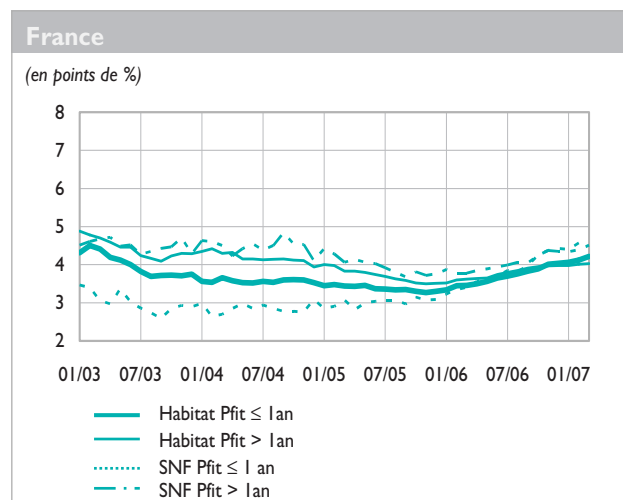
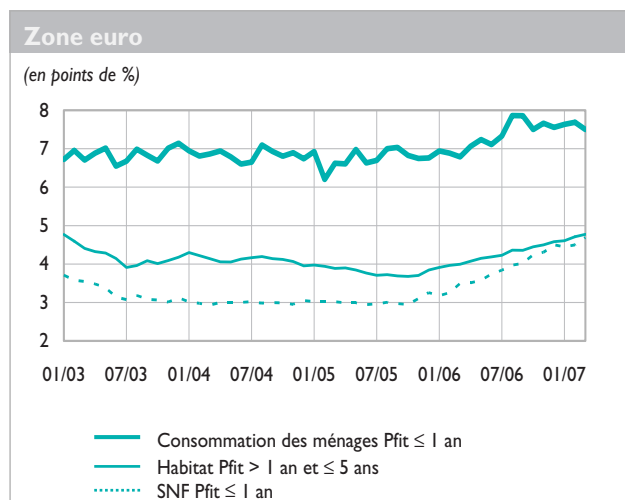
(taux mensuels moyens en %)



**Figure 27**  
**Coût du crédit – France et zone euro**

(taux mensuels moyens en %)

	2006									2007		
	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars
<b>Zone euro</b>												
<b>Consommation des ménages</b>												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	7,06	7,24	7,11	7,33	7,86	7,86	7,50	7,66	7,56	7,63	7,69	7,50
<b>Habitat</b>												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	4,07	4,15	4,19	4,23	4,36	4,36	4,45	4,50	4,58	4,60	4,71	4,78
<b>SNF &gt; à EUR 1 million</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,51	3,57	3,74	3,84	3,97	4,02	4,24	4,31	4,50	4,44	4,50	4,69
<b>France</b>												
<b>Consommation des ménages</b>	<b>5,94</b>	<b>6,12</b>	<b>5,98</b>	<b>6,07</b>	<b>6,21</b>	<b>6,18</b>	<b>6,06</b>	<b>6,26</b>	<b>6,32</b>	<b>6,46</b>	<b>6,57</b>	<b>6,55</b>
<b>Habitat</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,50	3,56	3,65	3,70	3,76	3,83	3,89	4,01	4,04	4,06	4,12	4,22
Pfit > 1 an (a)	3,64	3,65	3,74	3,80	3,85	3,91	3,95	3,97	3,98	3,98	4,01	4,03
<b>SNF</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,56	3,64	3,68	3,85	3,82	3,98	4,25	4,37	4,43	4,40	4,57	4,65
Pfit > 1 an (a)	3,85	3,89	3,94	3,99	4,06	4,05	4,24	4,37	4,35	4,34	4,39	4,51



(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période pendant laquelle le taux d'un contrat est fixe. Elle égale la durée du crédit lorsque le taux est fixe.

Pfit ≤ un an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an.

Pfit > un an : crédits à taux révisable selon une périodicité sup. à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale sup. à un an

**Figure 28**  
**Coût du crédit – France**

(en %)

	2006				2007
	T I	T2	T3	T4	T I
<b>Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen</b>					
<b>Prêts de trésorerie</b>					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	13,36	13,65	14,11	14,30	14,44
Prêts personnels > 1 524 €	6,30	6,36	6,40	6,33	6,54
<b>Prêts immobiliers</b>					
Prêts à taux fixe	4,35	4,49	4,62	4,79	4,70
Prêts à taux variable	4,11	4,18	4,30	4,59	4,68
Seuils applicables à partir du 1 <sup>er</sup> jour de la période indiquée	2006			2007	
	avril	juil.	oct.	janv.	avril
<b>Crédit aux particuliers - Taux de l'usure</b>					
<b>Prêts de trésorerie</b>					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	17,81	18,20	18,81	19,07	19,25
Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 €	8,40	8,48	8,53	8,44	8,72
<b>Prêts immobiliers</b>					
Prêts à taux fixe	5,80	5,99	6,16	6,39	6,27
Prêts à taux variable	5,48	5,57	5,73	6,12	6,24
	2006				2007
	T I	T2	T3	T4	T I
<b>Crédit aux entreprises</b>					
<b>Escompte</b>					
≤ 15 245 €	4,87	4,84	4,76	5,07	5,39
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	5,47	5,26	5,52	5,49	5,93
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,47	5,30	5,35	5,35	5,63
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,69	4,72	4,79	4,94	5,20
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,66	3,91	4,11	4,46	4,72
> 1 524 490 €	3,05	3,12	3,20	3,82	4,18
<b>Découvert</b>					
≤ 15 245 €	9,01	9,99	10,32	10,12	10,15
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	8,35	8,01	8,15	7,81	7,98
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	7,03	7,01	6,69	6,25	6,58
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,85	5,10	5,25	5,49	5,75
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,87	4,68	4,54	4,71	5,15
> 1 524 490 €	3,13	3,54	4,02	4,36	4,42
<b>Autres crédits à court terme</b>					
≤ 15 245 €	4,28	4,26	4,50	4,86	4,97
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,73	4,44	4,65	4,94	5,13
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,66	4,54	4,73	5,08	5,12
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,10	4,10	4,42	4,80	5,07
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,42	3,67	3,93	4,48	4,79
> 1 524 490 €	3,03	3,24	3,59	4,03	4,36
<b>Crédits à moyen et long termes</b>					
≤ 15 245 €	3,83	4,14	4,28	4,43	4,47
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,75	4,02	4,18	4,32	4,40
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	3,61	3,86	4,07	4,20	4,29
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,58	3,70	3,95	4,14	4,23
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,49	3,66	3,87	4,15	4,26
> 1 524 490 €	3,30	3,67	3,94	4,33	4,55

Source : Banque de France

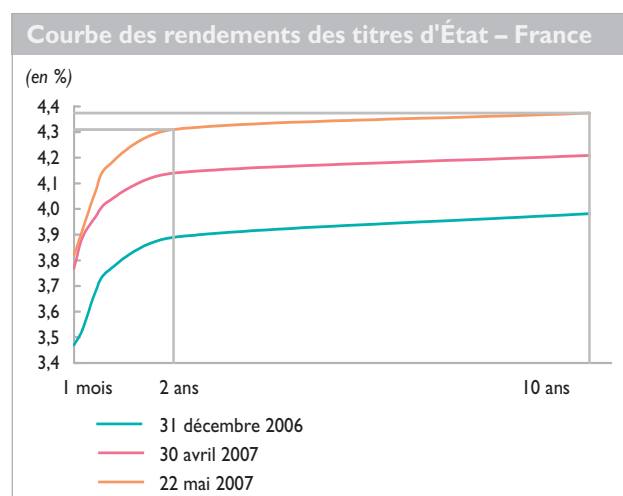
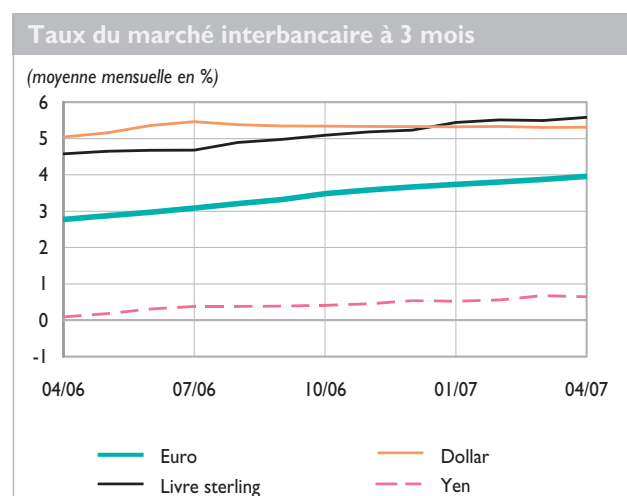
Réalisé le 24 mai 2007



Figure 29  
Taux d'intérêt

(en %)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 22/05/07
	2006						2007				
	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											3,75
Au jour le jour	2,81	2,97	3,03	3,27	3,33	3,49	3,56	3,55	3,69	3,81	
À 3 mois	3,09	3,21	3,31	3,48	3,58	3,67	3,73	3,80	3,87	3,96	
À 1an	3,53	3,60	3,70	3,78	3,85	3,91	4,05	4,08	4,09	4,24	
Livre sterling											5,50
Au jour le jour	4,55	4,81	4,79	4,83	5,01	5,09	5,22	5,31	5,31	5,30	
À 3 mois	4,68	4,89	4,98	5,09	5,18	5,23	5,44	5,51	5,49	5,58	
À 1an	4,96	5,18	5,25	5,34	5,38	5,44	5,73	5,79	5,72	5,87	
Dollar											5,25
Au jour le jour	5,27	5,26	5,25	5,26	5,25	5,26	5,26	5,26	5,27	5,28	
À 3 mois	5,47	5,38	5,35	5,34	5,33	5,33	5,32	5,33	5,31	5,31	
À 1an	5,63	5,46	5,34	5,33	5,28	5,21	5,34	5,35	5,17	5,25	
Yen											0,75
Au jour le jour	0,21	0,00	0,00	0,00	0,00	0,35	0,36	0,42	0,59	0,46	
À 3 mois	0,38	0,38	0,39	0,41	0,45	0,54	0,52	0,56	0,68	0,64	
À 1an	0,65	0,62	0,57	0,63	0,68	0,72	0,72	0,70	0,76	0,79	
Taux des emprunts phares à 10 ans											
France	4,03	3,90	3,77	3,81	3,74	3,81	4,07	4,10	4,00	4,21	
Allemagne	4,01	3,89	3,76	3,79	3,73	3,79	4,03	4,05	3,95	4,16	
Zone euro	4,10	3,97	3,84	3,88	3,80	3,90	4,10	4,12	4,02	4,25	
Royaume-Uni	4,64	4,63	4,55	4,61	4,55	4,64	4,88	4,92	4,80	5,03	
États-Unis	5,16	4,94	4,78	4,78	4,65	4,61	4,82	4,78	4,61	4,74	
Japon	1,91	1,81	1,68	1,76	1,70	1,65	1,71	1,71	1,62	1,67	



(a) Court terme : moyenne des taux interbancaires du milieu de fourchette entre les taux offerts et demandés, extraits des cotations affichées par Reuters, à 16h30 pour l'euro, et à 11h30 pour les autres devises  
Emprunts phares : taux affichés par Reuters à 16h30

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 24 mai 2007

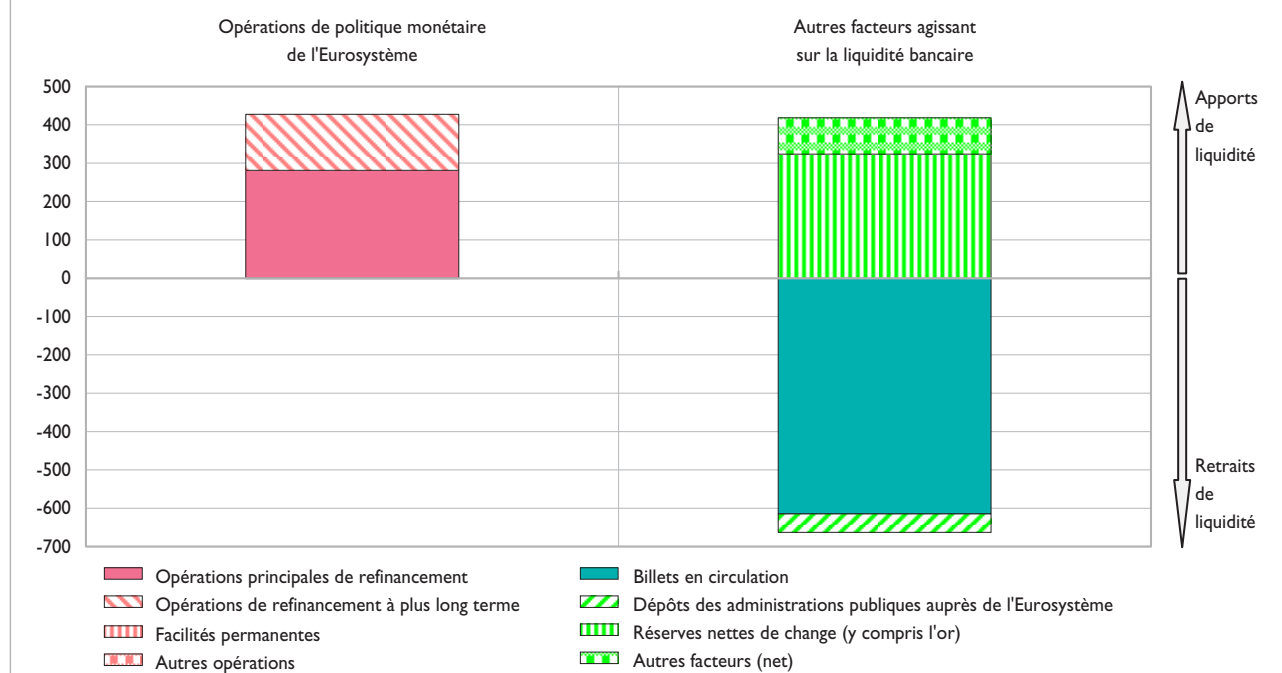
**Figure 30**  
**Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro**

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 14/03/2007 au 17/04/2007)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
<b>Contribution à la liquidité du système bancaire</b>			
<b>(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème</b>	<b>427,9</b>	<b>1,2</b>	<b>426,7</b>
Opération principale de refinancement	281,7		281,7
Opération de refinancement à plus long terme	145,7		145,7
Facilités permanentes	0,5	0,3	0,2
Autres opérations	0,0	0,9	-0,9
<b>(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire</b>	<b>418,8</b>	<b>663,0</b>	<b>-244,2</b>
Billets en circulation		614,8	-614,8
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		48,2	-48,2
Réserves nettes de change (y compris l'or)	323,6		323,6
Autres facteurs (net)	95,2		95,2
<b>(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)</b>			<b>182,5</b>
dont réserves obligatoires			181,8

#### Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 14/03/2007 au 17/04/2007)



**Figure 3 I**  
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en %)

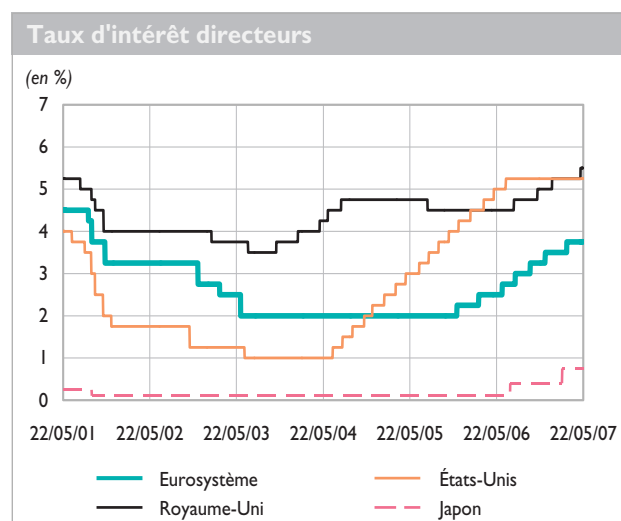
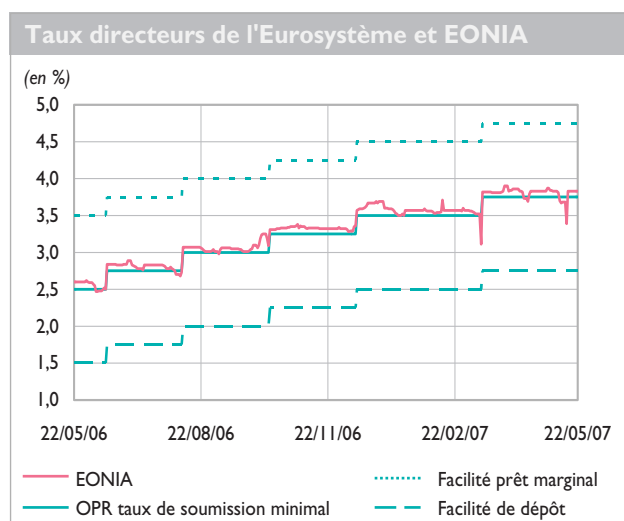
Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilité permanente			
Date de		Taux de soumission minimal	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
05/10/06	11/10/06	3,25	05/10/06	11/10/06	2,25	4,25
07/12/06	13/12/06	3,50	07/12/06	13/12/06	2,50	4,50
08/03/07	14/03/07	3,75	08/03/07	14/03/07	2,75	4,75

(en %)

Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme	
		Taux marginal	Taux moyen pondéré		
2007	11 avril	3,81	3,82	2006 30 novembre	3,58
	18 avril	3,81	3,82	21 décembre	3,66
	25 avril	3,82	3,83	2007 1 février	3,72
	2 mai	3,82	3,83	1 mars	3,80
	9 mai	3,81	3,82	29 mars	3,87
	15 mai	3,82	3,82	27 avril	3,96

(en milliards d'euros, taux en %)

Réserves obligatoires (moyennes quotidiennes)								
Période de réserve prenant fin le	Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Taux de rémunération	
	zone euro	France	zone euro	France	zone euro	France		
2006 12 décembre	172,48	32,92	173,16	33,03	0,68	0,11	3,30	
2007 16 janvier	174,30	33,57	175,26	33,67	0,96	0,10	3,57	
13 février	175,76	33,18	176,54	33,28	0,78	0,10	3,55	
13 mars	179,77	33,70	180,57	33,84	0,80	0,14	3,55	
17 avril	181,84	34,59	182,63	34,69	0,79	0,10	3,81	
14 mai	182,22	34,50	183,21	34,65	0,99	0,15	3,82	



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 24 mai 2007

Figure 32  
Titres de créance négociables – France

Certificats de dépôt			
	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
17/02/07 au 23/02/07	165,29	311,78	224
24/02/07 au 02/03/07	143,79	303,58	223
03/03/07 au 09/03/07	158,15	296,01	223
10/03/07 au 16/03/07	159,30	304,78	221
17/03/07 au 23/03/07	187,22	313,60	220
24/03/07 au 30/03/07	147,71	303,81	220
31/03/07 au 06/04/07	109,85	295,89	222
07/04/07 au 13/04/07	131,43	297,09	221
14/04/07 au 20/04/07	153,86	302,51	221
21/04/07 au 27/04/07	181,40	306,62	220
28/04/07 au 04/05/07	147,50	315,34	220
05/05/07 au 11/05/07	157,60	324,83	220
12/05/07 au 18/05/07	149,92	319,23	218

Billets de trésorerie			
	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
17/02/07 au 23/02/07	13,70	71,24	87
24/02/07 au 02/03/07	14,24	70,31	86
03/03/07 au 09/03/07	19,87	73,21	85
10/03/07 au 16/03/07	26,84	73,37	85
17/03/07 au 23/03/07	29,64	74,33	85
24/03/07 au 30/03/07	22,20	72,23	84
31/03/07 au 06/04/07	18,27	72,78	88
07/04/07 au 13/04/07	16,81	70,88	86
14/04/07 au 20/04/07	30,51	73,79	88
21/04/07 au 27/04/07	33,55	77,90	89
28/04/07 au 04/05/07	22,29	79,30	89
05/05/07 au 11/05/07	22,77	80,22	89
12/05/07 au 18/05/07	28,85	81,01	89

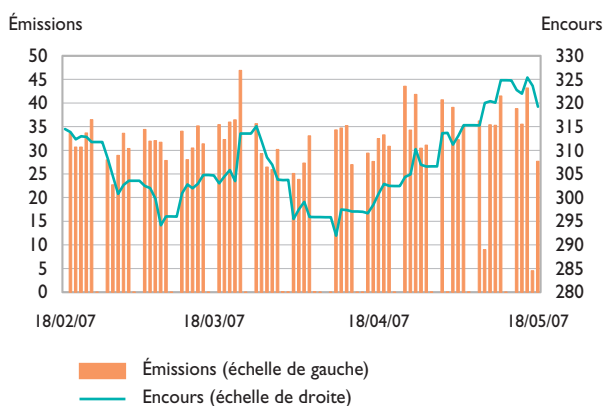
Bons à moyen terme négociables			
	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
17/02/07 au 23/02/07	0,22	60,73	137
24/02/07 au 02/03/07	0,35	60,90	137
03/03/07 au 09/03/07	0,07	60,88	137
10/03/07 au 16/03/07	0,43	61,15	137
17/03/07 au 23/03/07	1,03	61,19	136
24/03/07 au 30/03/07	0,38	61,46	136
31/03/07 au 06/04/07	0,11	61,45	136
07/04/07 au 13/04/07	0,14	61,44	135
14/04/07 au 20/04/07	0,86	61,57	135
21/04/07 au 27/04/07	0,15	61,52	133
28/04/07 au 04/05/07	0,17	61,56	133
05/05/07 au 11/05/07	0,42	61,76	132
12/05/07 au 18/05/07	0,35	61,99	132

(a) Les émissions en euros sont cumulées sur la période de référence et les encours sont calculés à la date d'arrêt (dernier jour de la période considérée).

Source : Banque de France

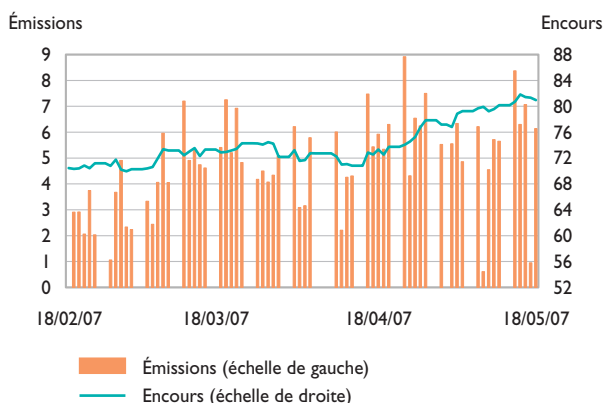
### Certificats de dépôt

(données quotidiennes en milliards d'euros)



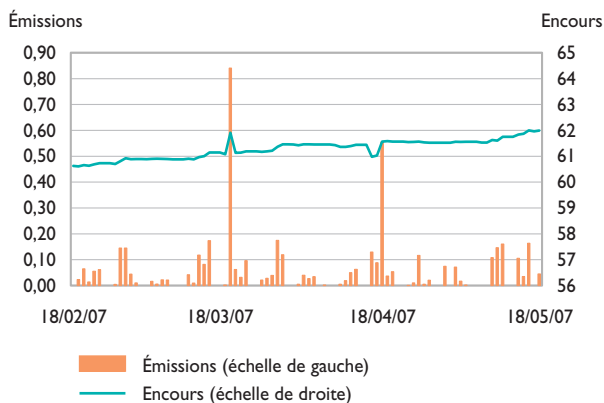
### Billets de trésorerie

(données quotidiennes en milliards d'euros)



### Bons à moyen terme négociables

(données quotidiennes en milliards d'euros)



Réalisé le 24 mai 2007

Figure 33  
Titres de créance négociables – France

#### Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)



#### Billets de trésorerie

(encours journalier en milliards d'euros)



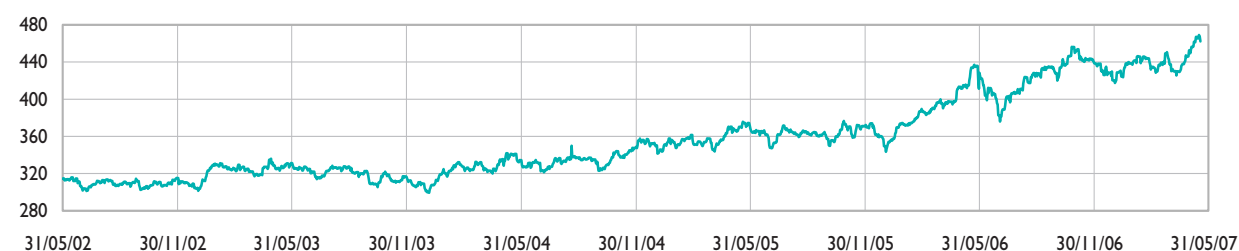
#### Bons à moyen terme négociables

(encours journalier en milliards d'euros)



#### Titres de créances négociables, encours cumulés

(encours journalier en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 24 mai 2007

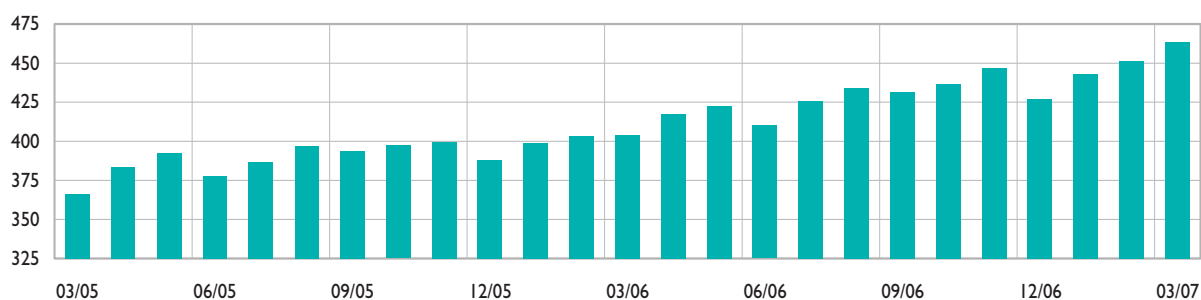
**Figure 34**  
**Titres d'OPCVM – France**

(en milliards d'euros)

	2006			2007
	juin	sept.	déc.	mars
<b>Actif net des OPCVM par catégories</b>				
OPCVM monétaires	410,10	431,88	426,82	463,67
OPCVM obligations	194,07	194,37	191,70	
OPCVM actions	289,26	307,60	332,40	
OPCVM diversifiés	276,29	286,86	297,47	
OPCVM de fonds alternatifs	22,81	24,33	26,71	
OPCVM garantis	0,07	0,04	0,05	
Fonds à formule	61,75	65,62	71,21	

**Actif net des OPCVM monétaires**

(en milliards d'euros)



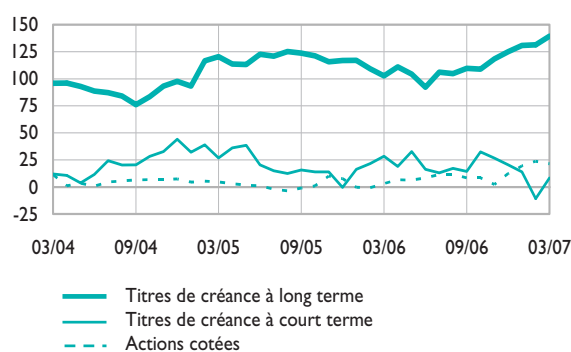
**Figure 35**  
**Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)**

(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2005	2006	2007	Cumul	2007	2006	2007
	déc.	déc.	mars	12 mois	mars	déc.	mars
<b>Titres de créance émis par les résidents français</b>							
<b>Total</b>	<b>2 005,3</b>	<b>2 138,2</b>	<b>2 196,9</b>	<b>147,7</b>	<b>28,1</b>	<b>7,3</b>	<b>7,2</b>
Titres de créance à long terme	1 639,1	1 751,3	1 791,4	139,4	14,6	7,7	8,4
Administrations publiques	858,9	891,4	909,4	26,8	2,8	3,9	3,0
Institutions financières monétaires (IFM)	488,9	563,0	586,3	98,6	11,1	17,1	20,1
Sociétés hors IFM	291,3	296,9	295,6	14,0	0,6	2,9	5,0
Titres de créance à court terme	366,2	386,9	405,5	8,3	13,5	5,6	2,1
Administrations publiques	108,5	77,5	86,1	-11,8	9,4	-28,4	-12,0
Institutions financières monétaires (IFM)	218,0	268,0	274,4	17,6	0,8	23,0	6,8
Sociétés hors IFM	39,7	41,3	45,0	2,5	3,3	3,2	6,0
<b>Actions françaises cotées</b>							
<b>Tous secteurs</b>	<b>1 375,0</b>	<b>1 702,9</b>	<b>1 768,3</b>	<b>21,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>

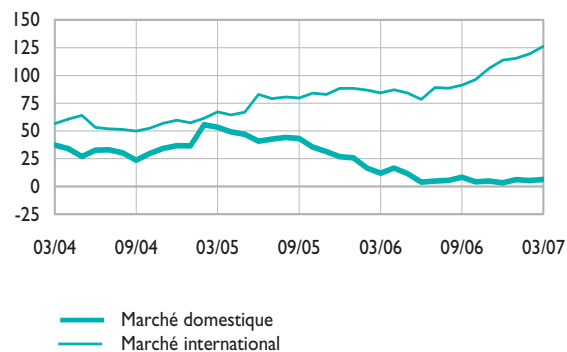
#### Émissions nettes de titres par les résidents français

(par nature de titres, cumul 12 mois, en milliards d'euros)



#### Émissions nettes de titres de créance à long terme par les résidents français

(par type de marché, cumul 12 mois, en milliards d'euros)



(a) Encours nominal pour les titres de dette, encours en valeur de marché pour les actions cotées

(b) Corrigé des variations de change et autres ajustements

**Figure 36**  
Émissions d'obligations et d'actions cotées par les résidents français

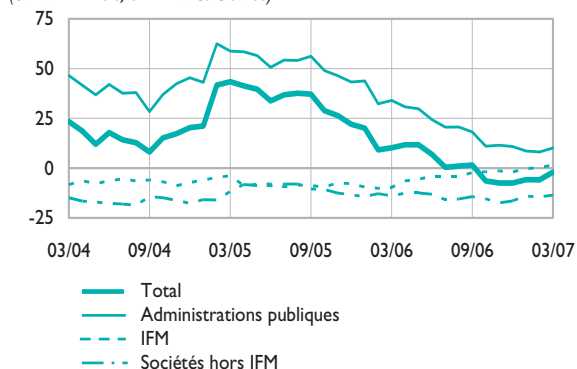
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2005	2006	2007	Cumul	2007	Cumul	2007
	déc.	déc.	mars	12 mois	mars	12 mois	mars
<b>Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris</b>							
<b>Total</b>	<b>848,0</b>	<b>840,8</b>	<b>861,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>8,8</b>	<b>79,2</b>	<b>10,2</b>
Administrations publiques	628,5	639,4	663,2	10,1	8,8	62,5	8,8
Institutions financières monétaires (IFM)	120,7	119,0	118,3	1,4	-0,1	12,4	0,6
Sociétés hors IFM	98,8	82,4	80,1	-13,6	0,1	4,3	0,7
<b>Actions françaises cotées</b>							
<b>Total</b>	<b>1 375,0</b>	<b>1 702,9</b>	<b>1 768,3</b>	<b>21,6</b>	<b>0,6</b>	<b>34,0</b>	<b>0,8</b>
Institutions financières monétaires (IFM)	160,8	227,3	221,0	7,5	0,0	7,9	0,0
Sociétés hors IFM	1 214,1	1 475,7	1 547,3	14,0	0,6	26,1	0,8

#### Émissions nettes d'obligations

##### Place financière de Paris

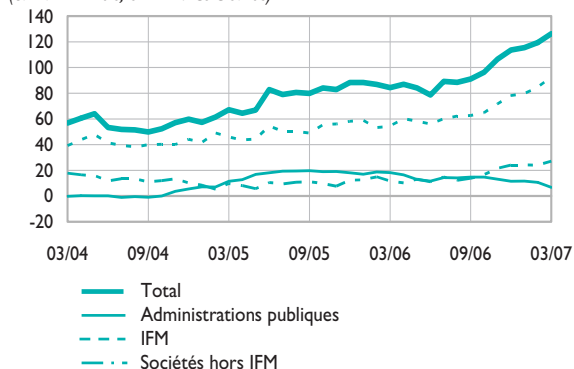
(cumul 12 mois, en milliards d'euros)



#### Émissions nettes d'obligations

##### Autres places internationales

(cumul 12 mois, en milliards d'euros)



(a) Encours nominal pour les obligations, encours en valeur de marché pour les actions cotées



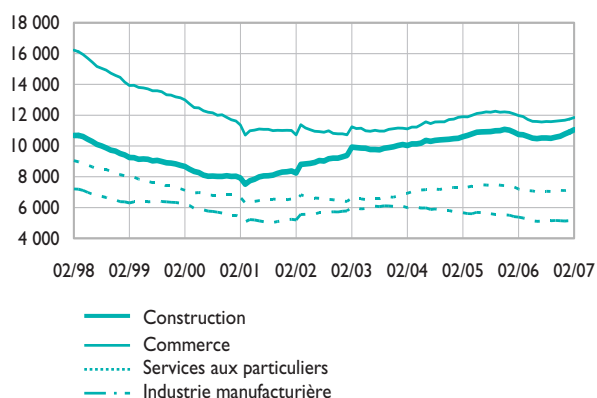
**Figure 37**  
**État des défaillances d'entreprises par secteurs – France**

(NES 16, en nombre d'entreprises, données brutes, cumul 12 mois)

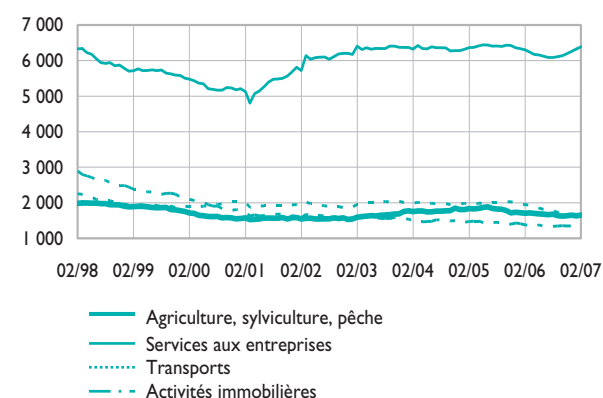
	2006										2007	
	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.
Agriculture, sylviculture, pêche	1 715	1 704	1 694	1 681	1 668	1 681	1 640	1 629	1 635	1 651	1 639	1 653
Industrie manufacturière	5 318	5 244	5 153	5 100	5 128	5 156	5 150	5 167	5 154	5 132	5 145	5 191
Agricultures et alimentaires	1 152	1 124	1 128	1 132	1 149	1 154	1 165	1 186	1 197	1 176	1 209	1 238
Biens de consommation	1 671	1 645	1 605	1 593	1 587	1 591	1 585	1 580	1 565	1 573	1 581	1 613
Automobile	53	53	57	60	61	62	61	61	70	66	65	69
Biens d'équipement	1 017	1 006	975	968	966	971	971	980	985	1 007	988	966
Biens intermédiaires	1 425	1 416	1 388	1 347	1 365	1 378	1 368	1 360	1 337	1 310	1 302	1 305
Construction	10 732	10 625	10 509	10 482	10 521	10 518	10 505	10 566	10 637	10 772	10 901	11 067
Commerce	11 909	11 735	11 607	11 594	11 561	11 588	11 583	11 618	11 640	11 668	11 745	11 847
Transports	1 934	1 885	1 851	1 816	1 780	1 775	1 733	1 703	1 675	1 640	1 617	1 598
Activités immobilières	1 364	1 328	1 378	1 341	1 334	1 338	1 347	1 357	1 350	1 356	1 390	1 415
Services aux entreprises	6 237	6 167	6 158	6 119	6 086	6 082	6 107	6 133	6 194	6 257	6 325	6 389
Services aux particuliers	7 161	7 100	7 081	7 004	7 037	7 059	7 043	7 065	7 123	7 111	7 138	7 257
Autres (a)	1 159	1 140	1 149	1 201	1 225	1 241	1 261	1 318	1 382	1 485	1 585	1 663
<b>Total des secteurs</b>	<b>47 529</b>	<b>46 928</b>	<b>46 580</b>	<b>46 338</b>	<b>46 340</b>	<b>46 438</b>	<b>46 369</b>	<b>46 556</b>	<b>46 790</b>	<b>47 072</b>	<b>47 485</b>	<b>48 080</b>

#### Défaillances d'entreprises en cumul 12 mois

(NES 16, en nombre d'entreprises, données brutes)

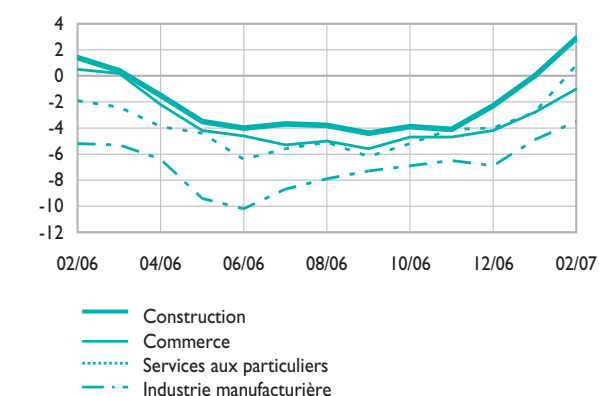


(NES 16, en nombre d'entreprises, données brutes)

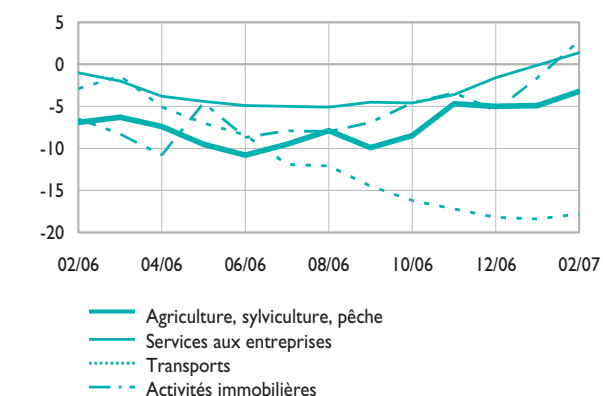


#### Défaillances d'entreprises en glissement annuel

(NES 16, en pourcentage, données brutes)



(NES 16, en pourcentage, données brutes)



(a) Les autres secteurs comprennent l'énergie, les activités financières, l'éducation et les administrations.

Source : Banque de France

Réalisé le 24 mai 2007

**Figure 38**  
**Systèmes de paiement de masse – France**

(moyenne quotidienne en millions d'euros, part en % sur le dernier mois)

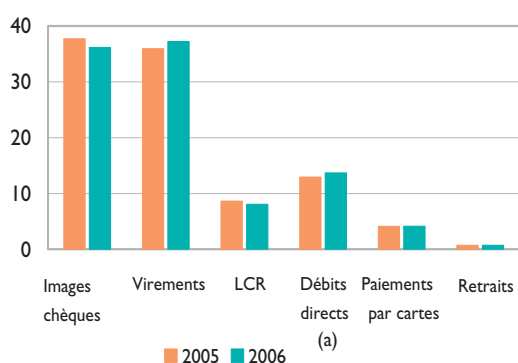
	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					fév.	mars	avril	Part
Images chèques	8 075	6 836	7 084	7 132	6 903	6 601	7 785	35,2
Virements	5 706	6 124	6 753	7 342	7 610	7 825	8 566	38,8
LCR	1 661	1 652	1 620	1 593	1 656	1 710	1 565	7,1
Avis de prélèvement	1 453	1 495	1 599	1 705	1 853	1 756	1 893	8,6
TIP	165	164	159	155	178	90	111	0,5
Télèrèglements	457	527	670	842	825	842	1 071	4,8
Paielements par cartes	664	705	772	819	788	776	950	4,3
Retraits	137	133	136	139	128	129	156	0,7
<b>Total</b>	<b>18 319</b>	<b>17 634</b>	<b>18 793</b>	<b>19 727</b>	<b>19 941</b>	<b>19 729</b>	<b>22 097</b>	<b>100,0</b>

(moyenne quotidienne en milliers d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					fév.	mars	avril	Part
Images chèques	13 597	13 013	12 784	12 159	11 694	11 148	12 588	23,8
Virements	6 593	6 695	7 038	7 239	7 532	7 581	7 939	15,0
LCR	419	408	401	390	394	411	384	0,7
Avis de prélèvement	6 215	6 560	7 179	7 628	8 352	8 132	8 659	16,4
TIP	557	554	511	491	482	413	422	0,8
Télèrèglements	7	10	17	27	38	22	37	0,1
Paielements par cartes	14 355	15 159	16 504	17 339	16 901	16 464	20 066	37,9
Retraits	2 565	2 446	2 476	2 497	2 331	2 349	2 789	5,3
<b>Total</b>	<b>44 307</b>	<b>44 845</b>	<b>46 910</b>	<b>47 771</b>	<b>47 724</b>	<b>46 520</b>	<b>52 884</b>	<b>100,0</b>

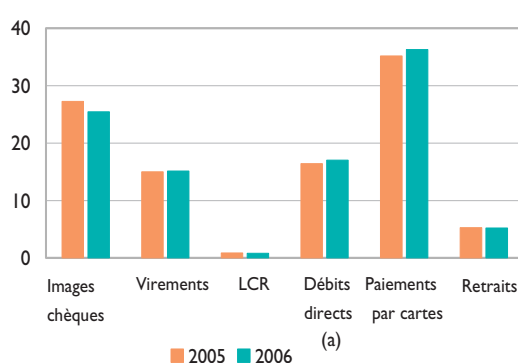
**Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux**

(% des montants échangés)



**Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux**

(% des volumes échangés)



(a) Débits directs : prélèvements comprenant les avis de prélèvements, les TIP et les téléchèques.

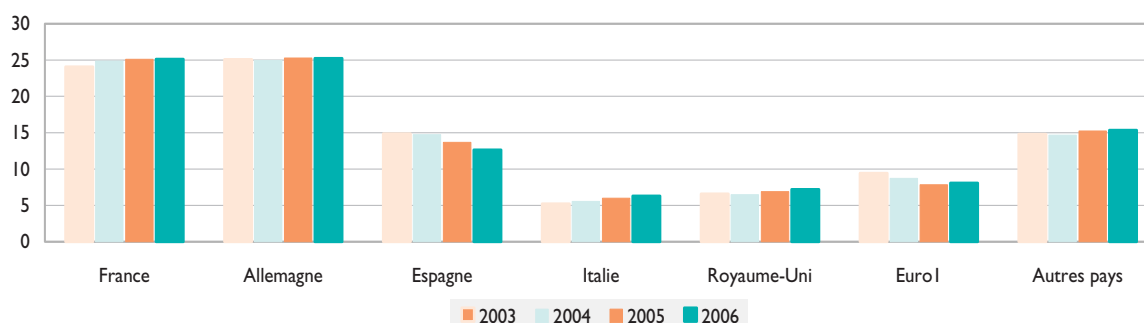
**Figure 39**  
**Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)**

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					janv.	fév.	mars	Part
France	448	486	544	588	617	609	613	23,4
Target transfrontière	75	81	95	107	113	114	119	4,6
Target domestique (TBF)	302	338	386	423	440	439	432	16,5
Système net (PNS)	70	67	62	58	64	56	62	2,4
Allemagne (a)	504	488	547	591	634	616	637	24,4
Target transfrontière	141	143	163	183	192	184	194	7,4
Target domestique (ELS puis RTGS+)	364	345	384	408	442	432	443	16,9
Espagne	277	288	296	296	297	339	399	15,3
Target transfrontière	20	23	23	27	32	29	35	1,3
Target domestique (SLBE)	255	265	273	269	265	310	364	13,9
Système net (SEPI) (b)	1	1	-	-	-	-	-	-
Italie (c)	97	108	130	148	152	139	149	5,7
Target transfrontière	33	32	41	47	49	49	52	2,0
Target domestique (BI-REL)	64	76	89	101	103	90	97	3,7
Royaume-Uni	122	127	149	169	177	176	194	7,4
Target transfrontière	93	101	114	126	134	136	149	5,7
Target domestique (Chaps Euro)	29	26	35	42	42	40	46	1,8
Euro I (ABE) (d)	175	170	170	189	207	204	220	8,4
Autres pays	275	287	330	360	384	381	402	15,4
<b>Total Union européenne (à 15)</b>	<b>1 899</b>	<b>1 955</b>	<b>2 166</b>	<b>2 342</b>	<b>2 467</b>	<b>2 464</b>	<b>2 615</b>	<b>100,0</b>
Target transfrontière	537	564	651	725	769	755	809	30,9
Target domestique	1 113	1 150	1 281	1 368	1 425	1 446	1 522	58,2
Systèmes nets	249	240	233	249	273	263	284	10,8

#### Évolution des parts de marché de chaque place

(% des capitaux échangés)



(a) Depuis janvier 2006, les chiffres incluent les transactions des participants slovènes connectés à RTGS+.

(b) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)

(c) Les chiffres incluent les transactions des participants polonais (depuis mars 2005) et estoniens (depuis novembre 2006) connectés à BI-REL.

(d) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP 1.

NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

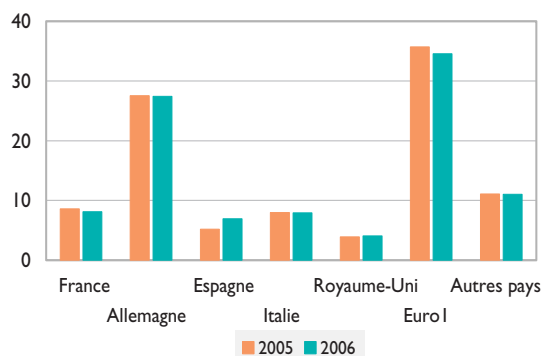
**Figure 40**  
**Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)**

(moyenne quotidienne en nombre d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2003	2004	2005	2006	2007			2007 Part
					janv.	fév.	mars	
France	43 905	42 509	44 107	43 890	43 710	43 950	46 673	7,8
Target transfrontière	6 804	7 384	8 500	9 631	9 768	10 048	11 292	1,9
Target domestique (TBF)	8 348	8 071	8 589	8 321	7 653	7 601	9 267	1,6
Système net (PNS)	28 753	27 054	27 018	25 937	26 289	26 301	26 114	4,4
Allemagne (a)	128 597	131 503	141 396	148 613	149 624	154 071	162 917	27,3
Target transfrontière	18 028	19 231	19 847	20 186	19 500	19 754	20 707	3,5
Target domestique (ELS puis RTGS+)	110 569	112 272	121 548	128 427	130 124	134 317	142 210	23,8
Espagne	20 103	18 464	26 723	37 439	40 589	40 615	41 857	7,0
Target transfrontière	2 339	2 760	3 408	4 046	4 379	4 625	4 732	0,8
Target domestique (SLBE)	10 783	11 618	23 315	33 393	36 210	35 989	37 124	6,2
Système net (SEPI) (b)	6 981	4 086	-	-	-	-	-	-
Italie (c)	36 953	35 060	41 045	42 934	38 289	43 497	46 028	7,7
Target transfrontière	6 741	7 269	7 799	8 151	8 041	8 584	8 982	1,5
Target domestique (BI-REL)	30 212	27 791	33 246	34 782	30 248	34 912	37 046	6,2
Royaume-Uni	16 832	18 119	20 089	21 871	22 355	22 937	24 409	4,1
Target transfrontière	11 391	12 799	14 223	16 144	16 494	17 039	17 962	3,0
Target domestique (Chaps Euro)	5 441	5 320	5 866	5 728	5 861	5 898	6 447	1,1
Euro I (ABE) (d)	152 359	161 097	183 450	187 163	186 731	193 512	207 384	34,7
Autres pays	52 950	54 895	57 002	59 686	64 437	65 112	68 225	11,4
<b>Total Union européenne (à 15)</b>	<b>451 700</b>	<b>461 647</b>	<b>513 812</b>	<b>541 597</b>	<b>545 734</b>	<b>563 694</b>	<b>597 492</b>	<b>100,0</b>
Target transfrontière	59 816	65 040	69 894	74 580	75 023	77 333	81 816	13,7
Target domestique	201 392	202 193	231 097	251 617	255 601	264 432	280 004	46,9
Systèmes nets	190 492	194 413	212 822	215 401	215 110	221 929	235 671	39,4

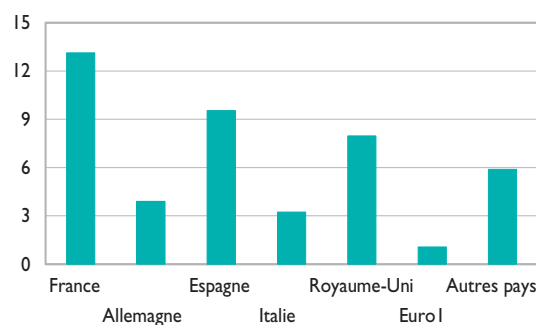
#### Évolution des parts de marché de chaque place

(% des volumes échangés)



#### Montant moyen d'une opération dans les systèmes en euro de l'Union Européenne à 15 en mars 2007

(en millions d'euros)



(a) Depuis janvier 2006, les chiffres incluent les transactions des participants slovénes connectés à RTGS+.

(b) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)

(c) Les chiffres incluent les transactions des participants polonais (depuis mars 2005) et estoniens (depuis novembre 2006) connectés à BI-REL.

(d) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP 1.

NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 24 mai 2007

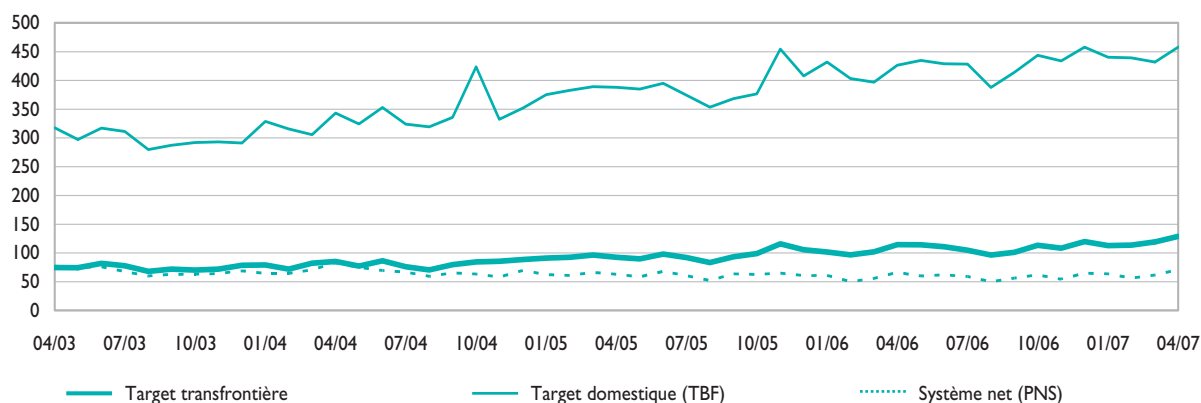
**Figure 4I**  
**Systèmes de paiement de montant élevé – France**

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					fév.	mars	avril	Part
Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans Target domestique France (TBF)								
Titres français négociables	10,8	12,3	14,6	14,2	10,0	10,9	11,1	23,3
Créances privées	7,0	6,4	6,3	7,4	19,3	19,2	19,4	40,7
Titres mobilisés <i>via</i> le CCBM	4,2	7,4	7,4	7,2	9,4	8,3	7,2	15,1
Autres titres étrangers (a)	3,3	4,6	5,6	8,4	11,5	9,8	10,0	21,0
<b>Total</b>	<b>25,3</b>	<b>30,7</b>	<b>33,9</b>	<b>37,2</b>	<b>50,2</b>	<b>48,2</b>	<b>47,7</b>	<b>100,0</b>

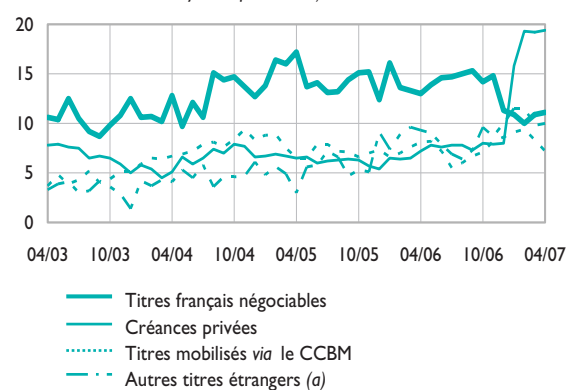
### Évolution mensuelle des capitaux échangés

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

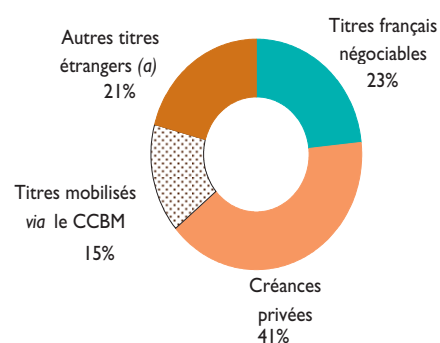


### Évolution mensuelle des garanties mobilisées

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



### Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF en avril 2007



(a) Autres titres étrangers mobilisés via les liens entre les systèmes de règlement – livraison de titres



## Notice méthodologique

### I | Situation économique générale

#### I | I Compétitivité

Les **indicateurs de compétitivité** sont calculés selon la méthodologie développée par L. Buldorini et *alii*<sup>1</sup>. Les pondérations, égales à la moyenne des parts à l'importation et à l'exportation, prennent notamment en compte la concurrence sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Elles sont calculées sur la base des échanges de produits manufacturés en moyenne sur les années 1999 à 2001. Pour les pays de l'Union européenne, les déflateurs utilisés sont les indices de prix à la consommation harmonisés.

Le **groupe de 22 pays** partenaires de l'OCDE est constitué de l'Allemagne, de l'Australie, de l'Autriche, de la Belgique, du Canada, du Danemark, de l'Espagne, des États-Unis, de la Finlande, du Royaume-Uni, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Italie, du Japon, des Pays-Bas, de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande, du Portugal, de la Suède, de la Suisse, du Mexique et de la Corée du Sud.

Le **groupe de 46 pays** partenaires est constitué de l'Union européenne (UE à 15, la Pologne, la Hongrie, Chypre, Malte), des États-Unis, de la Suisse, du Japon, du Canada, de la Corée du Sud, de la Chine, de la Turquie, du Maroc, de Taiwan, de Hong Kong, de la Norvège, du Brésil, de l'Australie, de l'Indonésie, de l'Inde, de l'Argentine, d'Israël, de la Thaïlande, de Singapour, de l'Afrique du Sud, de la Malaisie, du Mexique, du Chili, des Philippines, du Pakistan, du Venezuela, de la Colombie, de la Nouvelle-Zélande, et de l'Algérie.

Le **groupe de 56 pays** partenaires est constitué de ces mêmes pays, auxquels s'ajoutent la République tchèque, la Slovaquie, la Lituanie, l'Estonie, la Lettonie, la Roumanie, la Bulgarie, la Croatie et la Russie.

### I | 2 Balance des paiements

#### Définitions

La **balance des paiements** est un document statistique, présenté suivant les règles de la comptabilité en partie double, qui rassemble et ordonne l'ensemble des transactions économiques et financières entre les **résidents français** et les **non-résidents**, au cours d'une période donnée.

Les **résidents** sont les personnes physiques ayant leur principal centre d'intérêt en France, quelle que soit leur nationalité — à l'exception des fonctionnaires et militaires étrangers en poste en France, les fonctionnaires et autres agents publics français en poste à l'étranger ou mis à la disposition d'organisations internationales ou d'autres employeurs non résidents, les personnes morales, françaises ou étrangères, pour leurs établissements en France, lorsqu'il y a existence d'une activité économique réelle exercée en France par des unités de production autonomes, quelle qu'en soit leur forme juridique.

Pour l'élaboration des statistiques de balance des paiements, la **France** comprend la métropole, la principauté de Monaco, les départements d'Outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion), les collectivités territoriales de Mayotte et Saint-Pierre-et-Miquelon. Tous les autres pays constituent « l'étranger » ou le « reste du monde ».

La balance des paiements est traditionnellement présentée du point de vue de la nation, contrairement à la comptabilité nationale au sein de laquelle les échanges entre la France et l'extérieur sont présentés du point de vue de l'agent « reste du monde ».

#### Mode d'enregistrement

Par convention, en balance des paiements, un chiffre positif (crédit) correspond à une exportation ou à une recette lorsqu'il se rapporte à une opération réelle,

<sup>1</sup> Buldorini, Makrydakis et Thimann (2002) : "The effective exchange rates of the euro", BCE, Occasional Paper, n° 2, consultable sur le site de la BCE (<http://www.ecb.int/pub/pdf/scops/ecbocp2.pdf>)

c'est-à-dire à des échanges de biens, de services et des paiements de revenus. Un chiffre négatif (débit) représente une importation ou une dépense. S'agissant du compte financier, un chiffre positif reflète une diminution des avoirs ou une augmentation des engagements, qu'ils soient financiers ou monétaires. Un chiffre négatif représente une augmentation des avoirs ou une diminution des engagements. Ainsi, un chiffre négatif au titre des avoirs de réserve signifie que les réserves ont augmenté.

La balance des paiements est établie chaque mois, dans une forme simplifiée, selon un calendrier annoncé à l'avance, environ six semaines après la fin du mois sous revue. Les révisions trimestrielles, environ soixante-quinze jours après la fin du trimestre sont l'occasion d'améliorer la qualité des données, mais également de publier une information plus détaillée. Les révisions annuelles, publiées en mai, concernent non seulement l'année précédente, mais également les deux années antérieures.

Les premiers résultats mensuels publiés sont considérés comme provisoires. Les données trimestrielles après révision et les données de l'année précédant l'année en cours ont le statut de résultats semi-définitifs. Les données des années antérieures sont qualifiées de résultats définitifs.

### Secteurs économiques

Dans certaines parties de la balance des paiements — les transferts courants, les investissements de portefeuille, les « autres investissements » —, les échanges recensés font l'objet d'un classement [en fonction du secteur économique auquel appartient le résident](#) impliqué dans l'opération. On distingue dans ce cas :

- les [autorités monétaires](#), c'est-à-dire la Banque de France ;
- le [secteur des administrations publiques](#) (APU), qui regroupe l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les collectivités locales et les organismes de sécurité sociale ;
- le [secteur des institutions financières monétaires hors Banque centrale \(IFM\)](#), comprenant les établissements de crédit résidents tels que définis par la législation communautaire et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches

substituts de dépôts de la part d'entités autres que des IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Les OPCVM monétaires remplissent les conditions et sont dès lors inclus dans le secteur des IFM ;

- les « [autres secteurs](#) », qui regroupent les agents économiques autres que ceux inclus dans les trois secteurs précédents : les entreprises industrielles et commerciales, les assurances, les institutions financières non monétaires, notamment les entreprises d'investissement et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières non monétaires (OPCVM non monétaires), les institutions à but non lucratif au service des ménages et les ménages.

### Les grandes composantes de la balance des paiements

Définies par le cinquième *Manuel de la balance des paiements* du FMI, les composantes types de la balance des paiements sont réparties entre le compte de transactions courantes, le compte de capital et le compte financier. Le poste des [erreurs et omissions nettes](#) est un poste d'ajustement dont l'existence tient à ce que, à la différence d'un véritable système de comptabilisation en partie double, les enregistrements en débit et crédit dans la balance des paiements ne sont pas inscrits simultanément à l'occasion de chaque transaction, mais résultent de déclarations indépendantes qui peuvent générer des erreurs, des oublis ou des décalages de période.

Le [compte de transactions courantes](#) regroupe les échanges de biens et services, les revenus et les transferts courants. Les [échanges de biens](#) sont évalués à partir des statistiques du commerce extérieur de la direction générale des Douanes et des Droits indirects, auxquelles sont ajoutées les transactions relatives à l'avitaillement, au travail à façon et aux réparations.

Les [échanges de services hors voyages](#) sont subdivisés en plusieurs postes selon leur nature économique. Parmi les postes mis en évidence par la balance des paiements, figurent notamment les [transports](#), éclatés entre les transports maritimes, aériens et les autres transports, les [services de communication](#), les [services de construction](#), les [services d'assurance](#), les [services financiers](#), les [services informatiques et d'information](#),



les [redevances et droits de licence](#), les [autres services aux entreprises](#), qui peuvent être décomposés en négoce international, autres services commerciaux, locations et services divers aux entreprises.

Les [voyages](#) constituent un poste particulier au sein des échanges de services, à la fois par leur importance et par leur définition, qui ne prend pas en compte la nature économique de l'échange, mais les modalités de celui-ci. La ligne voyages reflète au crédit l'ensemble des dépenses des non-résidents en France effectuées au titre de leurs frais de séjour à l'occasion d'excursions, de voyages touristiques ou de voyages d'affaires, de durée inférieure à un an, ainsi que les frais engagés au titre des services personnels (de santé, de scolarité, etc.) acquis auprès de résidents ; au débit, les dépenses de même nature effectuées par des résidents français à l'étranger. Les dépenses et recettes de transport liées aux voyages internationaux ne sont pas enregistrées sous cette ligne, mais avec les services de transport. À l'inverse, les transports intérieurs effectués par des non-résidents et les transports à l'intérieur d'un pays étranger effectués par des résidents sont en principe inclus dans les voyages (en pratique, il est parfois difficile de différencier les dépenses de transport intérieur des dépenses de transport international).

Les [revenus](#) sont partagés entre rémunérations des salariés et revenus d'investissements. Les [rémunérations des salariés](#) comprennent les salaires, gages, traitements versés par des employeurs non résidents à leurs salariés résidents (travailleurs frontaliers, saisonniers, en mission de courte durée) et inversement. Les [revenus des investissements](#) correspondent aux recettes ou paiements afférents aux avoirs ou engagements financiers extérieurs. Ils sont décomposés en fonction de la nature des opérations financières auxquelles ils se rattachent, revenus des investissements directs, revenus des investissements de portefeuille et autres revenus d'investissements (cf. ci-après pour une définition des rubriques du compte financier). Les dividendes (revenus des titres de participations) sont enregistrés à la date de versement et les intérêts (revenus des créances) sur la base des droits constatés.

Les [transferts courants](#) constituent la contrepartie comptable de biens, services, capitaux exportés ou importés gratuitement, c'est-à-dire sans contrepartie apparente ou mesurable. Ils sont ventilés par secteur. Les [transferts courants des administrations publiques](#) comprennent notamment la coopération

internationale, les contributions de la France aux dépenses des organisations internationales, les recettes et versements d'impôts en provenance et à destination d'administrations publiques étrangères effectués dans le cadre de conventions fiscales, les versements des administrations de sécurité sociale à des travailleurs ou à d'anciens travailleurs non résidents et à leurs ayant-droits et les opérations avec les institutions européennes, hormis les concours alloués à la France au titre du Fonds européen de développement régional (FEDER) et du FEOGA — section orientation, qui sont enregistrés, conformément à la méthodologie internationale, dans les transferts en capital.

Les [transferts des autres secteurs](#) sont ventilés en deux rubriques, les envois de fonds des travailleurs et les autres opérations. Les envois de fonds des travailleurs reprennent les montants transférés à l'étranger par des travailleurs résidents et vice-versa. De tels transferts sont généralement effectués par des résidents d'origine étrangère vers leur pays d'origine ou vers la France par des personnes non résidentes d'origine ou de nationalité française. Les autres opérations comprennent des opérations de nature très diverse, parmi lesquelles les dons et versements humanitaires en faveur de personnes physiques et morales, les subventions et donations, les indemnités pour rupture de contrat, cautions et dédommagements, les prix littéraires, artistiques ou scientifiques, etc.

Le [compte de capital](#) regroupe les transferts en capital — remises de dettes, pertes sur créances, aides à l'investissement des fonds structurels, transferts des migrants — et les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits (brevets, marques, droits d'auteur...).

Le [compte financier](#) est partagé en rubriques en fonction de la nature et de la finalité des opérations, investissements directs, investissements de portefeuille, produits financiers dérivés, autres investissements et avoirs de réserve. À l'exception des investissements directs, des produits financiers dérivés et des avoirs de réserve, les rubriques sont subdivisées en créances et engagements, puis ventilées selon le type d'opération ou d'instrument et enfin selon le secteur résident concerné.

Conformément à la [définition de référence](#) détaillée de l'OCDE et en accord avec les recommandations

internationales (FMI, Eurostat, BCE), les **investissements directs** couvrent les opérations effectuées par des investisseurs afin d'acquérir, d'accroître ou de liquider un intérêt durable dans une entreprise et de détenir (ou de liquider) une influence dans sa gestion. La notion d'investissement direct est donc plus large que celle de contrôle.

L'investissement direct met en relation des entreprises apparentées, c'est-à-dire :

- une entreprise « investisseur direct » (maison-mère) et une ou plusieurs entreprises investies, qu'il s'agisse de succursales, de filiales ou d'autres entreprises affiliées ;
- des entreprises « investies » (sociétés sœurs) entre elles.

Par convention, on considère qu'une relation d'investissement direct est établie dès lors qu'une personne physique ou morale (l'investisseur) détient au moins 10 % des droits de vote, ou à défaut 10 % du capital social, d'une entreprise « investie ».

Les investissements directs comprennent non seulement la transaction initiale, qui établit la relation entre l'investisseur et l'entreprise investie, mais aussi toutes les transactions ultérieures entre eux et entre les entreprises apparentées (opérations de prêt, flux de trésorerie et, plus généralement, l'ensemble des opérations financières à l'exception des crédits commerciaux et des opérations interbancaires entre établissements de crédit affiliés). Les investissements immobiliers sont également considérés comme des investissements directs.

Les investissements directs sont enregistrés selon le principe directionnel. Ainsi, les investissements directs français à l'étranger comprennent les créances (autres que celles figurant dans les investissements étrangers en France) et les engagements des maisons-mères résidentes vis-à-vis de leurs filiales étrangères. Symétriquement, les investissements directs étrangers en France incluent les engagements (autres que ceux enregistrés dans les investissements français à l'étranger) et les créances des filiales résidentes auprès de leur maison-mère étrangère.

Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France sont décomposés par nature d'opérations entre :

- les **investissements immobiliers et les opérations en capital social**, qui comprennent les créations, acquisitions ou extensions d'entreprises, réalisées sous forme d'acquisitions de titres ou d'actifs productifs, les subventions d'équilibre, les consolidations de prêts, prêts subordonnés et prêts participatifs du secteur bancaire ;
- les **bénéfices réinvestis**, qui correspondent à la part des résultats nets des entreprises investies revenant à la maison-mère au cours d'un exercice comptable diminuée des dividendes versés à la maison-mère au cours du même exercice ;
- les **autres opérations**, qui recouvrent les opérations de prêt, avances, dépôts, à court et long termes, entre sociétés affiliées, à l'exception des crédits commerciaux et des crédits et dépôts entre les banques résidentes et leurs correspondants étrangers, classés en « autres investissements ».

Les **investissements de portefeuille** comprennent toutes les opérations sur titres négociables entre résidents et non-résidents, achats à l'émission, négociations et remboursements, à l'exception des opérations comprises au sein des investissements directs, des avoirs de réserve et des produits financiers dérivés et des opérations de cession temporaire. Les prêts secs de titres, qui ne donnent lieu à aucun mouvement monétaire, ne sont pas enregistrés dans la balance des paiements.

Les flux sont partagés en avoirs (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des non-résidents) et engagements (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des résidents). Chacune de ces deux lignes est ensuite scindée en fonction de la nature des titres échangés : actions et titres d'OPCVM, obligations et titres assimilés, c'est-à-dire tous les titres d'emprunt à plus d'un an d'échéance initiale, instruments du marché monétaire, dont l'échéance est inférieure à un an. Les flux par catégorie d'instruments sont ensuite partagés en fonction du secteur résident détenteur (pour les avoirs) ou émetteur (pour les engagements).

Depuis le 1<sup>er</sup> février 2000, conformément aux recommandations du FMI et avec l'accord de tous les organismes internationaux intéressés, il a été créé une nouvelle rubrique au sein du compte financier, intitulée

**Produits financiers dérivés**, qui comprend les primes sur options, les appels de marge et les intérêts sur *swaps*.

Les **autres investissements** sont une rubrique résiduelle qui englobe toutes les opérations sur actifs et passifs financiers vis-à-vis des non-résidents qui ne figurent pas sous une autre rubrique du compte financier. Elle se répartit entre créances et engagements des résidents vis-à-vis de l'étranger (y compris les prises et mises en pension livrée), puis par nature d'opérations (crédits commerciaux, prêts, dépôts et emprunts, autres avoirs et engagements), enfin par secteur résident à l'origine des créances et des engagements. On distingue en particulier les flux des IFM qui sont cohérents avec les informations destinées à l'élaboration des statistiques monétaires.

Les **avoirs de réserve** sont les avoirs extérieurs qui sont à la disposition immédiate et sous le contrôle des autorités monétaires pour leur permettre de financer les déséquilibres de paiements ou d'intervenir pour en réduire l'ampleur. Depuis la création de la zone euro, seuls les mouvements affectant la partie des réserves de change non transférées à la BCE et qui restent gérées par la Banque de France figurent dans la balance des paiements de la France. Par ailleurs, compte tenu de l'adoption d'une méthodologie commune aux pays membres de l'Union monétaire, seules les créances sur des non-résidents hors zone euro sont prises en compte, ce qui exclut, de fait, de cette rubrique les placements en devises effectués auprès de banques non résidentes situées dans la zone euro.

Les avoirs de réserve sont constitués des créances brutes en or monétaire et en devises, y compris sous forme de titres émis par des non-résidents, des avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) et de la position nette de réserve à l'égard du FMI.

### I | 3 La position extérieure

La **position extérieure** de la France a pour objectif de recenser, à la date d'arrêté, l'ensemble des créances et des engagements des résidents vis-à-vis des non-résidents. Elle est élaborée à l'aide d'enquêtes périodiques de stocks revalorisés et actualisée, si nécessaire, par des cumuls de flux pour les points les plus récents.

Conformément aux recommandations du *Cinquième manuel de balance des paiements* du Fonds monétaire international, les créances et engagements extérieurs de la France sont présentés suivant les mêmes rubriques que la balance des paiements.

Les **encours d'investissements directs** sont recensés chaque année. Ils peuvent être valorisés en valeur de marché ou en valeur comptable, selon le mode de valorisation des capitaux propres. La **valeur comptable** des encours est celle indiquée par les entreprises dans leur comptabilité. Elle figure, pour les investissements directs français à l'étranger, dans les tableaux relatifs aux filiales et participations annexés aux comptes annuels, et pour les investissements directs étrangers en France, dans les bilans des affiliés résidents des investisseurs directs non résidents. Pour l'élaboration des chiffres définitifs (publiés en principe dix-huit mois après la date d'arrêté), le montant d'un investissement est calculé en multipliant la quote-part détenue par l'investisseur direct dans la société investie par la valeur des capitaux propres de la société. On ajoute ensuite l'encours des prêts consentis par l'investisseur à l'affilié. Les chiffres estimés sont établis tant pour les investissements directs français à l'étranger que pour les investissements étrangers en France, à partir des dernières données comptables disponibles, revalorisées et actualisées par les flux de balance de paiements relatifs aux investissements directs (apports en capital et autres opérations entre sociétés affiliées).

Le recensement est limité aux encours détenus directement par les investisseurs directs, les participations indirectes (de second rang, de troisième rang, etc.) n'étant pas prises en compte. Ainsi, si la filiale étrangère d'un investisseur résident détient elle-même un investissement direct dans une autre société, ce second investissement n'est pas pris en considération. De même, si la filiale française d'un investisseur étranger détient une autre filiale en France, ce deuxième investissement n'entre pas dans l'encours recensé.

Les **encours d'investissements directs en valeur de marché**, tant français à l'étranger qu'étrangers en France, font l'objet d'une estimation, déterminée en commun avec les comptes financiers nationaux, appliquée aux seuls capitaux propres. S'agissant des prêts et placements, la valeur comptable est présumée identique à la valeur de marché. La valeur de marché est uniquement calculée sur le total de l'encours.

Aucune ventilation par entreprise, par pays ou par secteur économique n'est donc disponible.

La **position-titres** (encours des titres français détenus par les non-résidents et des titres étrangers détenus par les résidents) est établie chaque année à la suite d'un recensement titre par titre dont les résultats sont disponibles neuf mois après la fin de l'année de référence. Entre deux recensements annuels, des estimations sont effectuées à l'aide du dernier stock disponible, revalorisé et actualisé à l'aide de cumuls de flux.

S'agissant des **investissements de portefeuille des résidents en titres étrangers (avoirs)**, les titres recensés sont tous les titres étrangers en euros ou en devises, (actions, titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, obligations, titres du marché monétaire) émis par des non-résidents et détenus par les résidents, à l'exception des titres de participation détenus dans le cadre d'investissements directs, des titres qui ne peuvent être cédés qu'avec l'accord de l'émetteur et des bons de caisse émis par les banques non résidentes, des titres étrangers détenus par des résidents n'appartenant pas au secteur des institutions financières monétaires (IFM) et conservés directement à l'étranger par ceux-ci.

Les **investissements de portefeuille des non-résidents en titres français (engagements)** comprennent tous les titres en euros ou en devises émis par des résidents et détenus par des non-résidents. Le portefeuille des non-résidents en titres français est ventilé entre les actions, les titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, les obligations et assimilées (dont les OAT et les BTAN), les instruments du marché monétaire (dont les bons du Trésor à taux fixe). Ne sont inclus dans le recensement ni les actions détenues au titre des investissements directs, ni les titres français (actions, obligations ou instruments du marché monétaire) détenus hors de France par les non-résidents, à l'exception des obligations émises sur le marché international. Pour cette catégorie d'instrument, l'encours détenu par les non-résidents est inclus dans les engagements des résidents, quel que soit le lieu de conservation (France ou étranger) du titre.

Les portefeuilles sont évalués en valeur de marché, à la date d'arrêt du recensement (cours de bourse pour les titres cotés ou cours retenus par les banques pour l'évaluation annuelle du portefeuille de leur clientèle pour les titres non cotés).

Les **encours de produits dérivés** comprennent des données sur les options — instruments conditionnels achetés ou vendus par les banques résidentes et par les autres secteurs, les *swaps*, FRAs, *forwards* du secteur bancaire. Ils sont valorisés en valeur de marché.

Les **autres investissements** comprennent les crédits commerciaux et les avances à la commande, la position dépôts-crédits des entreprises, des OPCVM non monétaires et des entreprises d'investissement, les créances des ménages vis-à-vis de l'étranger, la position dépôts-crédits des IFM résidentes, les investissements des autorités monétaires et des administrations publiques non recensés ailleurs. Les encours sont évalués en valeur nominale.

Les **avoirs de réserve** sont valorisés à chaque fin de mois sur la base des cours déterminés comme suit :

- l'or est valorisé au cours du dernier jour du mois ;
- les droits de tirage spéciaux et la position vis-à-vis du Fonds monétaire international sont évalués au dernier cours du DTS calculé par le FMI à la date d'arrêt ;
- les devises sont comptabilisées au cours constaté à la date d'arrêt.

## 2| Monnaie, placements et financements

### Zones géographiques

**Zone euro** : Allemagne + Autriche + Belgique + Espagne + Finlande + France + Grèce + Irlande + Italie + Luxembourg + Pays-Bas + Portugal + Slovénie

Pour l'élaboration des statistiques monétaires, le territoire français est défini comme suit :

**France** = métropole + Monaco + départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion) + Saint-Pierre-et-Miquelon + Mayotte

### Secteurs économiques

**Institutions financières monétaires (IFM)** : elles comprennent les établissements de crédit résidant dans la zone euro, tels que définis par la législation communautaire, et toutes les institutions financières



résidentes dont l'activité est de recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte, du moins en termes économiques, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Aux termes de cette définition, les IFM résidant en France sont la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire, à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

**Administrations publiques (APU)** = État + administrations d'États fédérés + administrations de Sécurité sociale + collectivités locales

**Secteur privé** = sociétés non financières + ménages + sociétés d'assurance et fonds de pension + institutions à but non lucratif au service des ménages + autres intermédiaires financiers (OPCVM monétaires, entreprises d'investissement, fonds communs de créances, etc.)

**Agents non financiers (ANF)** = administrations publiques + secteur privé – autres intermédiaires financiers

Cette catégorie englobe exclusivement les agents dont les décisions en matière de placement ou d'endettement ne résultent pas d'un comportement d'intermédiaire financier.

### Instruments financiers

Les **dépôts à terme** comprennent les dépôts qui ne peuvent être convertis en espèces avant un terme fixe convenu ou qui ne peuvent être convertis en espèces avant ce terme que moyennant sanction.

Les **dépôts avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois** recouvrent les dépôts d'épargne à vue qui présentent, à la différence des dépôts à vue, un caractère de transférabilité incomplet. Il s'agit, par exemple, en France, des livrets A et bleus, des Codevi, des comptes d'épargne logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

Les **pensions** représentent des espèces perçues en contrepartie de titres vendus à un prix donné dans le cadre d'un engagement de rachat desdits titres (ou de titres similaires) à un prix et à une date déterminés.

Les titres autres que des actions ou titres de créance sont constitués de titres de créances négociables et échangés sur des marchés secondaires. La composante française de cette rubrique comprend, notamment, les obligations et les bons à moyen terme négociables (BMTN).

Les **instruments du marché monétaire** correspondent à des titres émis à court terme par des IFM (durée initiale inférieure ou égale à un an) et négociables sur des marchés monétaires liquides. Au plan français, cette catégorie regroupe les certificats de dépôt et les bons des institutions et sociétés financières (BISF).

Sont qualifiés de **monétaires** tous les **actifs** financiers entrant dans la composition de l'agrégat M3 suivi par la Banque centrale européenne.

**M1** = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

**M2** = M1 + dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois + dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans

**M3** = M2 + pensions + titres d'OPCVM monétaires + titres de créance de durée initiale inférieure ou égale à deux ans

Seules les positions vis-à-vis des résidents de la zone euro, qui ne sont ni des IFM ni des institutions relevant de l'administration centrale, sont incluses dans M3.

Les **crédits** incluent les crédits à l'habitat, à la consommation, à l'investissement, de trésorerie, les autres crédits, les créances douteuses brutes, le crédit-bail, les avoirs en titres non négociables et les dettes subordonnées constituées sous la forme de dépôts ou de prêts.

Par souci de prendre en compte d'éventuels mouvements de substitution entre actifs en euros et actifs en devises, le suivi des instruments financiers s'appuie sur un critère « **toutes devises** ».

L'**endettement intérieur total** (EIT) mesure l'ensemble des financements des agents non financiers résidant en France, obtenu par voie d'endettement, soit auprès des institutions financières, soit sur les marchés de capitaux (monétaire ou obligataire), tant en France qu'à l'étranger.

### 3| Autres statistiques

#### Systèmes de paiement

**BI-REL** = Banca d'Italia Gross Settlement System

**CCBM** = Correspondent Central banking model

**Chaps Euro** = real-time gross settlement (RTGS) systems

**EAF** = Euro Access Frankfurt

**ELS** = Euro Link System

**Euro 1 (ABE)** = Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro

**PNS** = Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au Système net protégé (SNP)

**POPS** = Pankkien On-line Pikasirrot ja Sekit-järjestelmä

**RTGS** = Real-time gross settlement system

**SEPI** = Servicio Español de Pagos Interbancarios

**SLBE** = Servicio de Liquidacion del Banco de España

**STEP1** = Système de paiement des ordres au détail

**Target** = Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des 15 systèmes à règlement brut en euros des pays de l'UE et du mécanisme de paiement de la BCE qui sont interconnectés

**TBF** = Transfert Banque de France

## Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet

Les sept domaines du site de la Banque de France :

*Organisation et activités*

*Politique monétaire et marchés*

*Systèmes de paiement et de titres*

*Supervision et réglementation bancaire*

*Publications et recherche*

### Statistiques et enquêtes

#### Europe et international

Chiffres clés de la zone euro

SDDS (*Special Data Dissemination Standard*)

Les taux

Statistiques monétaires et bancaires

Balance des paiements et activité financière internationale

Monnaie fiduciaire, moyens et systèmes de paiement

Comptes financiers et endettement

Enquêtes de conjoncture

Statistiques d'entreprises

Réglementation

Séries chronologiques

Statistiques de l'Eurosystème

Liens avec les rubriques statistiques des sites  
des banques centrales du SEBC

## Séries chronologiques

### Statistiques monétaires

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/statmon/html/statmon.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/statmon/html/statmon.htm)

- Statistiques monétaires mensuelles (zone euro/France)
- Statistiques monétaires trimestrielles (créances et engagements des IFM françaises, dépôts et crédits par agents, réseaux et produits des établissements de crédit français, ventilation de l'actif net des OPCVM non monétaires français, enquête auprès des banques sur la distribution du crédit-France)

### Enquêtes de conjoncture

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/enqconj/html/enqconj.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/enqconj/html/enqconj.htm)

- Enquête mensuelle de commerce de détail
- Enquête mensuelle dans l'industrie
- Enquête mensuelle sur les services marchands
- Enquête trimestrielle sur l'investissement, les trésoreries et les marges

### Balance des paiements

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/bdp/html/bdp.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/bdp/html/bdp.htm)

- Données mensuelles (France/Extérieur)
- Données annuelles (France/Extérieur : 1946-2006)
- Données annuelles bilatérales (jusqu'en 2005)

### Position extérieure

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/posext/html/posext.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/posext/html/posext.htm)

- Position extérieure globale (période 1995-2005)
- Stocks d'investissements directs bilatéraux (ventilation géographique et sectorielle depuis 1992)
- Créances et engagements des banques résidentes (ventilation géographique à fin septembre 2006)

### Taux d'intermédiation financière

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/tif\\_trim/html/tif\\_trim\\_fr\\_tif.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/tif_trim/html/tif_trim_fr_tif.htm)

### Activité financière internationale

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/actfin/html/actfin.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/actfin/html/actfin.htm)

- Change à terme des banques résidentes
- Options de change des banques résidentes
- Créances internationales consolidées des banques françaises, arrêtés trimestriels depuis juin 2003 – Nouvelle méthodologie – et arrêtés trimestriels jusqu'à mars 2003 – Ancienne méthodologie

### Comptes nationaux financiers annuels (base 2000)

(Méthodologie, consultation des séries)

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/cptsnatfinann/html/cptsnatfinann.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/cptsnatfinann/html/cptsnatfinann.htm)

### Comptes nationaux financiers trimestriels (base 2000)

(Méthodologie, consultation des séries)

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/cptsnatfintrim/html/cptsnatfintrim.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/cptsnatfintrim/html/cptsnatfintrim.htm)

### Endettement intérieur total (Ensemble des séries)

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/eit\\_mens/html/idx\\_eit\\_mens\\_fr.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/eit_mens/html/idx_eit_mens_fr.htm)

### Situation hebdomadaire de la Banque de France

(1898-1974)

[http://indbdf.fr/stat\\_conjoncture/series/annhis/html/idx\\_annhis\\_fr.htm](http://indbdf.fr/stat_conjoncture/series/annhis/html/idx_annhis_fr.htm)

### Coordonnées des diffuseurs de données économiques

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/coordon/coordon.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/coordon/coordon.htm)



## Abréviations

### | Organismes et institutions

<b>BEA</b>	<i>Bureau of Economic Analysis</i>
<b>BCE</b>	Banque centrale européenne
<b>BCN</b>	Banque centrale nationale
<b>BIT</b>	Bureau international du travail
<b>BLS</b>	<i>Bureau of Labour Statistics</i>
<b>BRI</b>	Banque des règlements internationaux
<b>CDC-CNE</b>	Caisse des dépôts et consignations – Caisse nationale d'épargne
<b>Dares</b>	Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (ministère du Travail)
<b>Euronext</b>	Bourse paneuropéenne, née en 2000
<b>FMI</b>	Fonds monétaire international
<b>Eurostat</b>	Office statistique de l'Union européenne
<b>IFM</b>	Institutions financières monétaires
<b>INSEE</b>	Institut national de la statistique et des études économiques
<b>FOMC</b>	<i>Federal Open Market Committee</i>

### | Indices

<b>CAC 40</b>	Indice français. Synthèse des cours pondérés des 40 principales actions françaises
<b>DAX</b>	Indice allemand très corrélé à l'EuroStoxx 50, composé de 30 valeurs négociées sur la place de Francfort
<b>DOW JONES</b>	Indice américain
<b>Eonia</b>	<i>Euro over night index average</i>
<b>EUROSTOXX 50</b>	Indice boursier de la zone euro
<b>FTSE (FOOTSIE)</b>	Indice de la City
<b>Itraxx</b>	Indice de référence pour les contrats indicels sur défaut
<b>IPCH</b>	Indice des prix à la consommation harmonisé
<b>IPCN</b>	Indice des prix à la consommation national
<b>ISM</b>	Indice américain de l'activité industrielle
<b>MIDCAC</b>	Indice français, relatif aux petites et moyennes capitalisations, technologiques ou pas
<b>NASDAQ</b>	Indice des valeurs technologiques américaines
<b>NIKKEI</b>	Indice japonais
<b>NM</b>	Indice composite du nouveau marché de la Bourse de Paris, qui tient compte de toutes les actions cotées sur le nouveau marché
<b>SBF 120</b>	Indice français, composé de 120 titres négociés sur la place de Paris
<b>SBF 250</b>	Indice français, composé de 250 titres négociés sur la place de Paris
<b>SP 500</b>	Indice américain composé de 500 actions négociées surtout sur le NYSE ( <i>New York Stock Exchange</i> )

### | Pays

<b>AT</b>	Autriche
<b>AU</b>	Australie
<b>BE</b>	Belgique
<b>CA</b>	Canada
<b>CY</b>	Chypre
<b>CZ</b>	République tchèque
<b>DE</b>	Allemagne
<b>EE</b>	Estonie
<b>ES</b>	Espagne
<b>FI</b>	Finlande
<b>FR</b>	France
<b>GB</b>	Royaume-Uni
<b>GR</b>	Grèce
<b>HU</b>	Hongrie
<b>IE</b>	Irlande
<b>IT</b>	Italie
<b>JP</b>	Japon
<b>LT</b>	Lituanie
<b>LU</b>	Luxembourg
<b>LV</b>	Lettonie
<b>MT</b>	Malte
<b>NL</b>	Pays-Bas
<b>PL</b>	Pologne
<b>PT</b>	Portugal
<b>SE</b>	Suède
<b>SI</b>	Slovénie
<b>SK</b>	Slovaquie
<b>US</b>	États-Unis
<b>ZE</b>	Zone euro

### | Autres sigles

<b>ANF</b>	Agents non financiers
<b>APU</b>	Administrations publiques
<b>BMTN</b>	Bon à moyen terme négociable
<b>BTAN</b>	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel
<b>BTf</b>	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté
<b>CAF-FAB</b>	Coût, assurance, frêt - franco-à-bord
<b>CDO</b>	Obligation sur dette collatéralisée
<b>CDN</b>	Certificat de dépôt négociable

<b>CDS</b>	<i>Credit default swaps</i>	<b>OTC</b>	<i>Over-the-counter</i>
<b>CEL</b>	Compte épargne-logement	<b>PEL</b>	Plan d'épargne logement
<b>Cjo</b>	Données corrigées des jours ouvrés	<b>PEP</b>	Plan d'épargne populaire
<b>CODEVI</b>	Compte pour le développement industriel	<b>PFIT</b>	Période de fixation initiale des taux
<b>Cvs</b>	Données corrigées des variations saisonnières	<b>PIB</b>	Produit intérieur brut
<b>EC</b>	Établissement de crédit	<b>PMI</b>	Petites et moyennes industries
<b>EI</b>	Entreprise d'investissement	<b>SNF</b>	Sociétés non financières
<b>EIT</b>	Endettement intérieur total	<b>SQS</b>	Sociétés et quasi-sociétés
<b>EMTN</b>	<i>Euro medium term notes</i>	<b>TIP</b>	Titre interbancaire de paiement
<b>FBCF</b>	Formation brute de capital fixe	<b>TMT</b>	Télécoms, médias, technologies
<b>FOMC</b>	<i>Federal Open Market Committee</i>	<b>TUC</b>	Taux d'utilisation des capacités de production
<b>IDE</b>	Investissements directs à l'étranger	<b>UE 15</b>	Union européenne à quinze pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède)
<b>ISBLM</b>	Institution sans but lucratif au service des ménages	<b>UE 25</b>	Union européenne à vingt-cinq pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Danemark, Espagne, Estonie, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Italie, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Pologne, Portugal, République tchèque, Royaume-Uni, Slovaquie, Slovénie, Suède)
<b>Isma</b>	Indicateur (Banque de France) synthétique mensuel d'activité	<b>UEM</b>	Union économique et monétaire
<b>LCR</b>	Lettre de change relevé	<b>WTI</b>	<i>West Texas Intermediate</i>
<b>NES 16</b>	Nomenclature économique sectorielle établie par l'INSEE		
<b>OAT</b>	Obligation assimilable du Trésor		
<b>OPCVM</b>	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières		
<b>OPR</b>	Opération principale de refinancement		

## Documents publiés

*L'ensemble des publications est accessible sur internet (<http://www.banque-france.fr/fr/publications/publications.htm>).*

### Rapport annuel de la Banque de France

<http://www.banque-france.fr/fr/publications/rapport/rapport.htm>

### Études parues dans le Bulletin de la Banque de France depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005

<http://www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/listetud.htm>

#### Année 2005

- « Dynamique des prix des logements : quel rôle des facteurs financiers ? », n° 133, janvier
- « Le premier bilan de la médiation bancaire », n° 133, janvier
- « Les opérations de pension livrée tripartites », n° 133, janvier
- « Modernisation du régime juridique français de la titrisation », n° 133, janvier
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 133, janvier
  
- « Mesures de la rentabilité des entreprises », n° 134, février
- « La rentabilité des entreprises : une approche à partir des comptes nationaux », n° 134, février
- « La rentabilité des entreprises : une approche à partir des données individuelles agrégées de la base BACH », n° 134, février
- « La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2003 », n° 134, février
- « Enquête financière – Quatrième trimestre 2004 », n° 134, février
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au troisième trimestre 2004 », n° 134, février
- « Les marchés mondiaux de matières premières en décembre 2004 », n° 134, février
  
- « Des effets de la réglementation des produits d'épargne sur le comportement de placement des ménages », n° 135, mars
- « La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2004 », n° 135, mars
- « Structure et évolution des PEA bancaires au quatrième trimestre 2004 », n° 135, mars
  
- « Politique monétaire unique et canal des taux d'intérêt en France et dans la zone euro », n° 136, avril
- « L'orientation de la politique monétaire à l'aune du taux d'intérêt « naturel » : une application à la zone euro », n° 136, avril
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 136, avril
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2004 », n° 136, avril
  
- « Les comptes financiers de la Nation en 2004 : forte poussée de l'endettement immobilier des ménages », n° 137, mai
- « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », n° 137, mai
- « Impact économique des défaillances d'entreprise », n° 137, mai
- « Enquête financière – Premier trimestre 2005 », n° 137, mai
  
- « La position extérieure de la France à fin 2004 », n° 138, juin
- « La balance des paiements de la France en 2004 », n° 138, juin
- « Taux longs américains et interventions des banques centrales étrangères », n° 138, juin
- « Transferts communautaires : quel rôle dans le processus de rattrapage des nouveaux États membres ? », n° 138, juin
- « Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2004 », n° 138, juin
- « Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2005 », n° 138, juin

- « Un siècle de productivité globale des facteurs en France », n° 139, juillet
- « Accélération de la productivité et stabilité monétaire : l'exemple des États-Unis durant la décennie quatre-vingt-dix », n° 139, juillet
- « Productivité et politique monétaire : synthèse du quatrième forum de politique économique », n° 139, juillet
- « La situation du système bancaire et financier français en 2004 », n° 139, juillet
- « Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2004 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 139, juillet
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 139, juillet
  
- « Pays pauvres très endettés, mécanismes et éléments d'évaluation », n° 140, août
- « L'évolution actuelle du crédit à l'habitat en France est-elle soutenable ? », n° 140, août
- « Faiblesses des marchés financiers chinois : des réformes indispensables pour la diversification du financement de l'économie », n° 140, août
- « Enquête financière – Deuxième trimestre 2005 », n° 140, août
  
- « Quelles hypothèses pour expliquer un changement du régime de l'inflation en France ? », n° 141, septembre
- « La dynamique de l'inflation en France », n° 141, septembre
- « Caractéristiques des ajustements de prix en France et dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des données individuelles de prix à la consommation », n° 141, septembre
- « La formation des prix dans les industries françaises et dans la zone euro : résultats d'enquêtes spécifiques », n° 141, septembre
  
- « La fonction de demande de monnaie pour la zone euro : un réexamen », n° 142, octobre
- « Interaction entre dimensions économique et institutionnelle de l'intégration régionale : l'expérience européenne », n° 142, octobre
- « Les résultats des grandes banques internationales en 2004 et au premier semestre 2005 », n° 142, octobre
- « Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2004 », n° 142, octobre
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 142, octobre
- « La situation des entreprises industrielles – Bilan 2004 », n° 142, octobre
  
- « L'équilibre épargne-investissement en Chine et ses enjeux pour l'économie mondiale », n° 143, novembre
- « Quel cadre de politique économique pour la zone euro ? », n° 143, novembre
- « Placements financiers des ménages français : comparaisons européennes (1995-2004) », n° 143, novembre
- « Les valeurs mobilières détenues par les Français en mars 2005 », n° 143, novembre
  
- « L'endettement des ménages – Comparaisons européennes », n° 144, décembre
- « L'endettement des ménages européens à fin 2004 », n° 144, décembre
- « L'endettement immobilier des ménages : comparaisons entre les pays de la zone euro », n° 144, décembre
- « Target 2 : du concept à la réalité », n° 144, décembre
- « Analyse des cycles réels, du crédit et de taux d'intérêt : Pologne, Hongrie, République tchèque et zone euro », n° 144, décembre
- « Les scores de la Banque de France : leur développement, leurs applications, leur maintenance », n° 144, décembre

## Année 2006

- « Allocution introductive au colloque Productivité, compétitivité et globalisation », n° 145, janvier
- « Remarques conclusives au colloque Productivité, compétitivité et globalisation », n° 145, janvier
- « Analyse des taux de soumission aux appels d'offres de l'Eurosystème », n° 145, janvier
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 145, janvier
- « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2004 », n° 145, janvier

- « Les mauvaises performances du commerce extérieur de la France sont-elles liées à un problème de demande ? », n° 146, février
- « Parts de marché et spécialisation commerciale de l'Allemagne, de la France et de l'Italie », n° 146, février
- « Évolution du taux d'intermédiation financière en France (1994-2004) », n° 146, février
- « La marche vers l'Europe des moyens de paiement scripturaux : le projet SEPA », n° 147, mars
- « Le rôle international de l'euro depuis 1999 : facteurs et enjeux », n° 147, mars
- « La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2005 », n° 147, mars
- « La soutenabilité des prix de l'immobilier aux États-Unis et en Europe », n° 148, avril
- « La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés », n° 148, avril
- « La contagion du risque *via* les impayés sur effets de commerce », n° 148, avril
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 148, avril
- « La crédibilité de la politique monétaire dans une perspective néo-keynésienne », n° 149, mai
- « Les comptes financiers de la Nation en 2005 : nouvel essor de l'endettement des ménages, reprise de celui des entreprises », n° 149, mai
- « La détention du capital des sociétés françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2005 », n° 149, mai
- « Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2004 », n° 149, mai
- « Les évolutions de la productivité « structurelle » du travail dans les principaux pays industrialisés », n° 150, juin
- « Les grands traits de la Balance des paiements et de la position extérieure de la France en 2005 », n° 150, juin
- « Les crédits nouveaux à l'habitat consentis aux ménages en 2005 », n° 150, juin
- « La stratégie de Lisbonne », n° 151, juillet
- « Les évolutions comparées des prix à la consommation dans les DOM et en métropole », n° 151, juillet
- « Réformes structurelles sur le marché du travail : que nous enseignent les études microéconomiques ? », n° 151, juillet
- « Ratios de sacrifice et rigidités sur le marché du travail », n° 151, juillet
- « Le système bancaire et financier français en 2005 », n° 151, juillet
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 151, juillet
- « Vers une intensification des tensions inflationnistes globales ? », n° 152, août
- « Une banque centrale nationale au sein d'un système fédéral », n° 152, août
- « Modélisation et analyse des mécanismes du Club de Paris de rachat de créances par prépaiement », n° 152, août
- « Réforme de la centralisation des risques : un nouvel éclairage sur les concours accordés aux petites entreprises », n° 152, août
- « Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2005 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 152, août
- « La Banque de France et la gestion des billets », n° 153, septembre
- « Scénarios d'ajustement du solde courant américain : une évaluation avec différentes calibrations de NiGEM », n° 153, septembre
- « Les conséquences du changement de régime fiscal et social des PEL sur l'épargne-logement », n° 153, septembre
- « Le nouveau régime de l'appel public à l'épargne », n° 153, septembre
- « Les marchés financiers comme indicateurs avancés des retournements conjoncturels : le cas américain », n° 153, septembre
- « Les ajustements de prix de production en France et dans la zone euro – Une synthèse à partir de données quantitatives et qualitatives », n° 153, septembre

#### Désendettement et maîtrise des dépenses publiques

- « Les stratégies de désendettement du secteur public : enjeux économiques et enseignements des expériences étrangères », n° 154, octobre
- « La maîtrise de la croissance des dépenses : un facteur clé pour des finances publiques saines », n° 154, octobre
- « La croissance tendancielle des dépenses de santé : un problème sensible pour les finances publiques des pays développés », n° 154, octobre
- « La situation des entreprises industrielles », n° 154, octobre
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 154, octobre

- « Croissance potentielle : d'où viennent les écarts entre quelques grandes économies développées ? », n° 155, novembre
- « Libéralisation de la rémunération des dépôts à vue en France : premier bilan », n° 155, novembre
- « Les résultats des grandes banques internationales en 2005 et au premier semestre 2006 », n° 155, novembre

- « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2005 », n° 156, décembre
- « La surveillance des moyens de paiement et des systèmes d'échange », n° 156, décembre
- « La mise en œuvre de la *Liste unique* des garanties », n° 156, décembre
- « Les statistiques financières permettent-elles d'appréhender les évolutions liées à la mondialisation ? », n° 156, décembre
- « L'élaboration de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis », n° 156, décembre

#### Année 2007

- « Les incidences de la réforme de l'usure sur les modalités de financement des PME », n° 157, janvier
- « Estimations du ratio de sacrifice dans la zone euro », n° 157, janvier
- « Les risques de ré-endettement des pays en développement après les annulations de dettes », n° 157, janvier
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 157, janvier
- « Perspectives en matière de croissance de la productivité et du PIB potentiel », n° 158, février
- « La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2006 », n° 158, février
- « Groupes de sociétés et analyse du tissu productif : enjeux et premiers constats », n° 159, mars
- « Répartition géographique finale des investissements directs : une approche par les groupes de sociétés », n° 159, mars
- « Mesures et perception de l'inflation en France et dans la zone euro », n° 160, avril
- « Les enjeux de l'euroïsation dans les régions voisines de la zone euro », n° 160, avril
- « Caractéristiques économiques et financières des entreprises en forte croissance », n° 160, avril
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 160, avril

#### Travaux de recherche de l'Observatoire des entreprises

<http://www.banque-france.fr/fr/publications/observatoire/observatoire.htm>

- « Les incidents de paiement pour impossibilité de payer sur effets de commerce des entreprises de l'industrie »
- « Les critères de taille des entreprises et l'appartenance à un groupe »
- « La corrélation de migration : méthode d'estimation et application aux historiques de notation des entreprises françaises »

- « Modélisation des corrélations de risques de crédit *via* une approche par variable latente : application au cas français et impact sur le capital réglementaire »
- « Les incidents de paiement sur effet de commerce »
- « Le rôle des durées d'utilisation des facteurs dans l'estimation d'une fonction de production »
- « Risque de crédit et variabilité des taux de défaut : une analyse empirique par simulations »
- « La structure par termes des taux de défauts et ratings – Octobre 2003 »
- « Durée d'utilisation des facteurs et fonction de production : une estimation par la méthode des moments généralisés en système »
- « Comparaison des différents critères de tailles d'entreprises »
- « Détection précoce des défaillances d'entreprises dans le secteur de la construction »
- « Multibancarité »
- « La durée d'utilisation des équipements : principaux résultats 1989-2000 »
- « Développements récents de la méthode des scores Banque de France »
- « Détection précoce du risque de défaillance dans le secteur hôtels-restaurants »
- « Mode de financement des entreprises allemandes et françaises »
- « Les entreprises industrielles françaises et espagnoles »
- « La durée d'utilisation des équipements »

## Études parues dans la *Revue de la stabilité financière*

[http://www.banque-france.fr/fr/publications/rsf/rsf\\_b.htm](http://www.banque-france.fr/fr/publications/rsf/rsf_b.htm)

- « Le marché des CDO : Modalités de fonctionnement et implications en termes de stabilité financière », n° 6, juin 2005
- « Soutenabilité de la dette publique et crise des pays émergents : présentation des concepts et des instruments de diagnostic », n° 6, juin 2005
- « Le risque de taux d'intérêt dans le système bancaire français », n° 6, juin 2005
- « La gestion du risque de taux par les sociétés d'assurance-vie et les fonds de pension », n° 6, juin 2005
- « Analyse par simulations de l'impact d'une défaillance technique d'un participant à un système de paiement », n° 6, juin 2005
- « Surveillance prudentielle et évolution des normes comptables : un enjeu de stabilité financière », n° 7, novembre 2005
- « Capital réglementaire et capital économique », n° 7, novembre 2005
- « Portée et limites des VaR publiées par les grandes institutions financières », n° 7, novembre 2005
- « L'impact des chocs boursiers sur le crédit en France depuis le milieu des années quatre-vingt-dix », n° 7, novembre 2005
- « (Re)structuration des dettes souveraines. Où en est-on ? », n° 7, novembre 2005
- « Mieux appréhender les risques du portefeuille de négociation », n° 8, mai 2006
- « La liquidité de marché et sa prise en compte dans la gestion des risques », n° 8, mai 2006
- « Productivité et prix des actifs boursiers », n° 8, mai 2006
- « Les capitaux propres des entreprises et la stabilité financière : l'apport d'une approche par les capitaux propres nets en risque – ou *net worth at risk* », n° 8, mai 2006
- « Les progrès de l'intégration monétaire et financière en Asie », n° 8, mai 2006
- « Les implications de la globalisation pour la stabilité financière », n° 8, mai 2006
- « Les matières premières : une classe d'actifs à part entière ? », n° 9, décembre 2006
- « Les pays émergents forment-ils toujours une classe d'actifs homogène ? », n° 9, décembre 2006
- « Flux de capitaux et dynamisme du crédit dans les pays émergents », n° 9, décembre 2006
- « Les indicateurs d'aversion pour le risque peuvent-ils anticiper les crises financières ? », n° 9, décembre 2006
- « Liquidité bancaire et stabilité financière », n° 9, décembre 2006



- « Microstructure des marchés monétaires et financiers : enseignements tirés de la conférence organisée à Paris les 6 et 7 juin 2006 », n° 9, décembre 2006
- « Le dispositif de Bâle II : rôle et mise en œuvre du pilier 2 », n° 9, décembre 2006
- « *Hedge funds*, transfert du risque de crédit et stabilité financière », numéro spécial, avril 2007
- « Évolution et régulation des *hedge funds* », numéro spécial, avril 2007
- « Quelle forme de régulation pour les *hedge funds* ? », numéro spécial, avril 2007
- « *Hedge funds* et stabilité financière », numéro spécial, avril 2007
- « *Hedge funds* et risque systémique », numéro spécial, avril 2007
- « Stratégies de réplication des *hedge funds* : conséquences pour les investisseurs et les régulateurs », numéro spécial, avril 2007
- « *Hedge funds* et *prime broker dealers* : éléments de proposition en matière de “bonnes pratiques” », numéro spécial, avril 2007
- « Exigences de transparence et *hedge funds* », numéro spécial, avril 2007
- « Risques et rendement des activités bancaires liées aux *hedge funds* », numéro spécial, avril 2007
- « La supervision indirecte des *hedge funds* », numéro spécial, avril 2007
- « Quelles sont les principales questions liées aux *hedge funds* ? », numéro spécial, avril 2007
- « La surveillance des *hedge funds* : un point de vue de stabilité financière », numéro spécial, avril 2007
- « Le monde des *hedge funds* : préjugés et réalité – La contribution de l'AMF au débat sur les stratégies de gestion alternative », numéro spécial, avril 2007
- « Conditions financières, gestion alternative et risques politiques : tenter de comprendre notre époque », numéro spécial, avril 2007
- « Les *hedge funds* sur les marchés émergents », numéro spécial, avril 2007
- « Les fonds de *hedge funds* : origine, rôle et perspectives », numéro spécial, avril 2007
- « *Hedge funds* : un point de vue de banque centrale », numéro spécial, avril 2007

## **Les Notes d'études et de recherche**

<http://www.banque-france.fr/fr/publications/ner/ner.htm>

- « Interactions entre cycles réels, cycles boursiers et taux d'intérêt : faits stylisés », n° 121, 2005 (en anglais)
- « Changement structurel et persistance de l'inflation : une étude sectorielle sur l'IPC français », n° 122, 2005 (en anglais)
- « Chocs technologiques et politique monétaire dans un modèle à prix visqueux estimé de l'économie américaine », n° 123, 2005 (en anglais)
- « Chocs technologiques et emploi : avons-nous réellement besoin d'un modèle où les heures baissent ? », n° 124, 2005 (en anglais)
- « Le modèle de *Kydland-Prescott* peut-il passer le test de Cogley-Nason ? », n° 125, 2005 (en anglais)
- « Chocs technologiques et politique monétaire dans un modèle à prix visqueux estimé sur données zone euro », n° 126, 2005 (en anglais)
- « Réputation de la banque centrale dans un modèle prospectif », n° 127, 2005 (en anglais)
- « Les marchés financiers anticipent-ils les retournements conjoncturels ? », n° 128, 2005
- « La modélisation macroéconométrique dynamique », n° 129, 2005
- « Coût d'opportunité de l'enfant, contraintes financières et fécondité », n° 130, 2005 (en anglais)
- « Excès de liquidité monétaire et prix des actifs », n° 131, 2005
- « L'impact des chocs boursiers sur le crédit en France depuis le milieu des années quatre-vingt-dix », n° 132, 2005
- « Une comparaison des niveaux de productivité structurels des grands pays industrialisés », n° 133, 2005 (en anglais)
- « La Fed et la question de la stabilité financière : une analyse empirique », n° 134, 2005 (en anglais)
- « La formation des prix par les firmes au sein de la zone euro : résultats d'enquêtes », n° 135, 2005 (en anglais)
- « Les ajustements de prix dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des relevés de prix à la consommation », n° 136, 2005 (en anglais)



- « L'hétérogénéité du degré de rigidité des prix : les enseignements d'une analyse microéconométrique », n° 137, 2005 (en anglais)
- « La rigidité des prix dans la zone euro : une synthèse de résultats empiriques récents sur données individuelles », n° 138, 2005 (en anglais)
- « Illiquidité, développement financier et la relation en croissance et volatilité », n° 139, 2006 (en anglais)
- « La relation inflation/production est-elle asymétrique dans la zone euro ? », n° 140, 2006 (en anglais)
- « Politique monétaire optimale dans un modèle DSGE estimé de la zone euro avec hétérogénéité internationale », n° 141, 2006 (en anglais)
- « La fonction de demande de monnaie pour la zone euro : un réexamen », n° 142, 2006
- « Les anomalies de la structure par terme des taux d'intérêt : prime de terme ou effet 'Peso' », n° 143, 2006
- « Cycles réel et du crédit : convergence ou divergence ? Une comparaison Pologne, Hongrie, République tchèque et zone euro », n° 144, 2006 (en anglais)
- « L'évaluation des co-mouvements entre la France, l'Allemagne et l'Italie à partir d'un modèle non stationnaire à facteurs sur la zone euro », n° 145, 2006 (en anglais)
- « Estimation de la production potentielle par la méthode de la fonction de production pour la France, l'Allemagne et l'Italie », n° 146, 2006 (en anglais)
- « La désaisonnalisation des séries d'agrégats monétaires et de crédit à la Banque de France : aspects théoriques et mise en œuvre », n° 147, 2006
- « Dans quelle mesure un modèle structurel avec prix et salaires visqueux est-il capable de répliquer les données américaines d'après-guerre ? », n° 148, 2006 (en anglais)
- « (Dés)Intégration financière », n° 149, 2006 (en anglais)
- « Inertie de la politique monétaire ou chocs persistants ? », n° 150, 2006 (en anglais)
- « Valeur décroissante et offre d'équilibre dans le cadre des opérations de refinancement des banques centrales », n° 151, 2006 (en anglais)
- « Réformes structurelles sur le marché du travail : quels enseignements peut-on tirer des études existantes », n° 152, 2006
- « Une relecture de l'arbitrage proximité-concentration : distance et investissements directs à l'étranger dans les pays de l'OCDE », n° 153, 2006 (en anglais)
- « Le partage des risques dans une économie en transition : le cas de la Roumanie rurale », n° 154, 2006 (en anglais)
- « Primes de risque de change et risque macroéconomique », n° 155, 2006 (en anglais)
- « Les évolutions de la productivité "structurelle" du travail dans les principaux pays industrialisés », n° 156, 2006 (en anglais)
- « La fiabilité des prévisions macroéconomiques s'appuyant sur des mesures empiriques d'écart de taux réels : une évaluation pour la zone euro », n° 157, 2006 (en anglais)
- « Convergence de la demande de crédit des ménages au sein des pays de la zone euro : résultats tirés de données de panel », n° 158, 2006 (en anglais)
- « Consolidation de l'industrie des sociétés de bourse et transmission de chocs », n° 159, 2006 (en anglais)
- « Les ajustements des prix à la production : une étude à partir des relevés microéconomiques de prix à la production français », n° 160, 2006 (en anglais)
- « Règles de taux d'intérêt "sans bulles" », n° 161, 2006 (en anglais)
- « Estimation des modèles DSGE dans un environnement riche en données », n° 162, 2007 (en anglais)
- « Une évaluation structurelle du ratio de sacrifice dans la zone euro », n° 163, 2007
- « Les ajustements de prix dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des relevés de prix à la production », n° 164, 2007 (en anglais)
- « Y a-t-il une rupture structurelle dans la vitesse de circulation d'équilibre de la monnaie dans la zone euro ? », n° 165, 2007 (en anglais)
- « Les méthodes micro-économétriques d'évaluation », n° 166, 2007
- « Dynamique et volatilité des taux du marché monétaire européen : comment ont-ils répondu aux changements récents du cadre opérationnel ? », n° 167, 2007 (en anglais)
- « Comprendre les prix d'actifs : principaux déterminants et implications pour la politique monétaire », n° 168, 2007 (en anglais)

## Débats économiques

<http://www.banque-france.fr/fr/publications/debats/debats.htm>

- « Déséquilibres de balance courante, “appétit pour l'épargne” et “grève de l'investissement” », n° 1, 2006 (en anglais)
- « Quelques questions de stabilité financière liées aux configurations actuelles et aux dynamiques futures des primes de risque », n° 2, 2006 (en anglais)
- « Les déterminants de l'évolution récente des crédits en France et en Allemagne », n° 3, 2006

## Documents et débats

[http://www.banque-france.fr/fr/publications/doc\\_debat/doc\\_debat.htm](http://www.banque-france.fr/fr/publications/doc_debat/doc_debat.htm)

- « L'euro est-il inflationniste ? », n° 1, 2007

## Sommaire du Bulletin officiel de la Banque de France n° 101 (mai 2007)

*Parallèlement à sa version imprimée, la présente publication est accessible sur internet (<http://www.banque-france.fr/fr/publications/bo/bo.htm>). Les textes mentionnés sont, par ailleurs, consultables à la direction de la Communication de la Banque de France (service des Relations avec le public, 48 rue Croix des Petits Champs, 75001 Paris <sup>1</sup>) et dans toutes les succursales de la Banque de France.*

### Textes officiels de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, de la Commission bancaire

#### Banque de France

- DR n° 2217 du 14 mars 2007 – Organisation de la direction générale de la Fabrication des billets
- DR n° 2218 du 14 mars 2007 – Examen spécial d'aptitude à l'emploi d'ouvrier stagiaire chauffeur convoyeur réservé aux personnels de service
- DR n° 2219 du 14 mars 2007 – Examen spécial d'aptitude à exercer une fonction d'opérateur sur monnaie fiduciaire réservé au personnel ouvrier proprement dit et aux personnels de service
- DR n° 2220 du 14 mars 2007 – Examen spécial d'aptitude à l'emploi d'agent stagiaire ou auxiliaire de caisse réservé aux agents de surveillance multi-activités
- DR n° 2221 du 26 mars 2007 – Indemnités diverses
- DR n° 2222 du 30 mars 2007 – Rachat de périodes d'études
- DR n° 2223 du 30 mars 2007 – Rachat rétroactif de périodes de travail à temps partiel
- DR n° 2224 du 30 mars 2007 – Majoration de pension accordée aux anciens agents titulaires de la carte du combattant
- DR n° 2225 du 30 mars 2007 – Validation de services effectués en qualité de concierge-suppléant, d'agent de surveillance ou d'agent d'entretien
- DR n° 2226 du 30 mars 2007 – Cessation progressive d'activité
- DR n° 2227 du 30 mars 2007 – Congé spécial pour convenance personnelle de fin de carrière
- DR n° 2228 du 30 mars 2007 – Congé pour élever un enfant de moins de huit ans
- DR n° 2229 du 30 mars 2007 – Indemnités de résidence
- DR n° 2230 du 30 mars 2007 – Indemnités diverses
- DR n° 2231 du 10 avril 2007 – Examen spécial d'aptitude à l'emploi d'agent stagiaire ou auxiliaire de service (gardien) réservé aux agents de surveillance multi-activités
- DR n° 2232 du 10 avril 2007 – Tests d'aptitude à exercer une fonction d'assistant sûreté/sécurité réservés aux personnels de caisse, de service et d'atelier
- Décision n° 2007-01 du Comité monétaire du Conseil général concernant la collecte de statistiques pour l'élaboration de la balance des paiements et de la position extérieure de la France, de la zone euro et de la Communauté européenne
- Arrêté n° 2007-03 du Conseil général du 30 mars 2007 relatif à l'indemnité compensant le montant supplémentaire de cotisation retraite
- Arrêté n° 2007-04 du Conseil général du 30 mars 2007 relatif aux dispositions particulières de départ en retraite des agents en congé spécial pour convenance personnelle
- Arrêté n° 2007-05 du Conseil général du 10 avril 2007 relatif à la création d'une « réserve spéciale »

<sup>1</sup> Heures d'ouverture : 9 h 30-16 h 00 – Tél. : 01 42 92 39 08 – Télécopie : 01 42 92 39 40  
Les demandes d'abonnement à la publication, fournies gracieusement, sont également à transmettre à cette unité.

Arrêté n° 2007-06 du Conseil général du 10 avril 2007 relatif au projet de cession des maisons de retraite de la MGMR

Liste des opérateurs signataires d'une *Convention relative au traitement automatique des monnaies métalliques en euros susceptibles d'être versées à la Banque de France ou à l'Institut d'émission des départements d'outre-mer*

Liste des opérateurs signataires d'une *Convention relative aux opérations de traitement des billets en euros par des prestataires d'établissements de crédit et assimilés en vue de leur délivrance au moyen d'automates en libre service*

#### Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Modifications apportées à la liste des établissements de crédit  
– en février 2007

Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement  
– en février 2007

### **| Textes divers concernant la monnaie, l'épargne, le crédit et le change**

#### Banque de France

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor

Adjudications de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés

Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels

## Coupon – abonnement

☐ **Mes coordonnées ont changé, merci de bien vouloir les rectifier ou les compléter :**

Numéro d'abonnement : \_\_\_\_\_

Prénom : \_\_\_\_\_

Nom : \_\_\_\_\_

Société : \_\_\_\_\_

Fonction : \_\_\_\_\_

Adresse : \_\_\_\_\_

Code postal : \_\_\_\_\_

Ville : \_\_\_\_\_

Pays : \_\_\_\_\_

☐ **Je ne souhaite plus recevoir le *Bulletin de la Banque de France* :**

Numéro d'abonnement : \_\_\_\_\_

Prénom : \_\_\_\_\_

Nom : \_\_\_\_\_

☐ **Je souhaite m'abonner au *Bulletin de la Banque de France* :**

Prénom : \_\_\_\_\_

Nom : \_\_\_\_\_

☐ **Particulier**

Adresse : \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

Code postal : \_\_\_\_\_

Ville : \_\_\_\_\_

Pays : \_\_\_\_\_

☐ **Professionnel**

Fonction : \_\_\_\_\_

Société : \_\_\_\_\_

Activité : \_\_\_\_\_

Adresse : \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

Code postal : \_\_\_\_\_

Ville : \_\_\_\_\_

Pays : \_\_\_\_\_

**Coupon à renvoyer par fax (01 42 92 29 77),  
courriel ([abonnement.publication@banque-france.fr](mailto:abonnement.publication@banque-france.fr))  
ou courrier postal à :**

**BANQUE DE FRANCE**  
**Service des Publications économiques et du Site internet**  
**Code courrier 43-1396**  
**75049 PARIS CEDEX 01**  
**France**





Le Bulletin de la Banque de France est disponible à la fois sous format électronique sur le site web de la Banque de France et sous format papier.

La version imprimée peut donc être obtenue gratuitement sur simple demande au service des Relations avec le public (adresse ci-contre).

La Banque de France produit un nombre d'exemplaires limité. Elle se réserve le droit de suspendre le service de cette diffusion gratuite et de restreindre le nombre de copies attribuées par personne.

#### Éditeur

Banque de France  
39, rue Croix des Petits-Champs  
75001 Paris

#### Directeur de la publication

Marc-Olivier Strauss-Kahn

#### Comité éditorial

Michel Cardona

Unités de la Banque de France représentées : DEPE, DESM, DIR, DRIE, DBDP, DCSF, DOM, DSJ, DIRCOM, DSGSB, DAMEP, DE

Pour joindre votre correspondant,  
composez le 01 42 92 suivi des quatre chiffres indiqués

#### Rédacteur en chef

Hervé du Boisbaudry 20 26

#### Ont contribué au présent numéro :

##### Actualité (par sections)

Situation économique de la France (DAMEP-DIAGCONJ)	29 39
Zone euro et environnement international (DAMEP-SEMSI)	29 38
Compétitivité de l'économie française (DAMEP-SEMSI)	34 73
La balance des paiements (DBDP)	32 82
La monnaie, les placements et les financements (DESM-SICOS/DBDP-SERIB)	28 08/59 96
Les marchés de capitaux (DOM-SAM/MOPM)	41 59/28 07

##### Articles

Les comptes financiers de la Nation en 2006	29 80
L'accumulation de réserves de change est-elle un indicateur d'enrichissement d'une nation ?	29 21
Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2005	56 45/34 25
Les modèles DSGE – leur intérêt pour les banques centrales	90 84/29 97
La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2006	56 96

##### Statistiques

DESM (BSME)	38 90
-------------	-------

#### Secrétaire de rédaction

Christine Collomb-Jost, Raymond Domurado

#### Maquettistes et opérateurs PAO

Nicolas Besson, Angélique Brunelle, Florence Derboule, Alexandrine Dimouchy, Virginie Fajon, Christian Heurtaux, Isabelle Pasquier

#### Demandes d'abonnement

Banque de France  
07-1050 Service des Relations avec le public  
75049 Paris Cedex 01  
Tél. : 01 42 92 39 08  
Fax : 01 42 92 39 40

#### Impression

SIMA IVRY 25 1168

#### Internet

[www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/bulletin.htm](http://www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/bulletin.htm)

Rédacteur en chef :

Hervé du BOISBAUDRY  
Service des Publications économiques  
et du Site internet de la Banque de France  
Tél. : 01 42 92 20 26

Directeur de la publication :

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN  
Directeur général des Études  
et des Relations internationales  
de la Banque de France

Impression SG - DISG  
SIMA IVRY 25-1168  
Dépôt légal : Juin 2007